公司评级	增持（维持）
报告日期	2025 年 09 月 14 日

基础数据

09 月 12 日收盘价（元）	58.99
总市值（亿元）	1,052.54
总股本（亿股）	17.84

来源：聚源，兴业证券经济与金融研究院整理

相关研究

【兴证医药】云南白药：2024 年业务稳健发展，提质增效成果显著-2025.04.04

【兴证医药】云南白药：三季度业绩符合预期，经营稳健提质增效-2024.11.06

分析师：黄翰漾
S0190519020002
huanghanyang@xyzq.com.cn

分析师：孙媛媛
S0190515090001
sunyuanyuan@xyzq.com.cn

分析师：董晓洁
S0190522080005
dongxiaojie@xyzq.com.cn

云南白药(000538.SZ)

2025 年上半年稳健增长，聚焦主业提质增效

投资要点：

- **2025 年上半年收入增长稳健，盈利能力持续提升。**2025 年上半年公司实现营业收入 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%；经营性现金流净额 39.61 亿元，同比增长 21.45%，利润端实现较高增长。2025 年上半年公司毛利率为 30.86%，同比提升 1.56pct；归母净利率为 17.09%，同比提升 1.50pct；销售费用率为 11.84%，同比下降 0.61pct；管理费用率为 1.71%，同比提升 0.11pct；研发费用率为 0.73%，同比提升 0.01pct，提质增效效果显著。2025 年 Q2 单季度公司实现营业收入 104.16 亿元，同比增长 7.59%；归母净利润 16.98 亿元，同比增长 14.22%；扣非归母净利润 15.74 亿元，同比增长 8.92%。公司董事会审议通过 2025 年度特别分红方案，拟派发现金分红总金额 18.18 亿元（含税），占 2025 年上半年归母净利润的 50.05%。

- **工业收入占比持续优化，核心单品表现亮眼。**公司业务结构持续优化，工业收入占营收比重提升至 40.01%，占比同比提升 2.6pct，工业收入增速达 11.13%。2025 年上半年各事业群表现稳健：1）药品事业群实现营收 47.51 亿元，同比增长 10.8%；其中，云南白药气雾剂销售收入突破 14.53 亿元，同比增长超 20.9%；气血康口服液销售收入达 2.02 亿元，同口径下同比增长约 116.2%。同时，药品事业群积极拓展线上市场，O2O 销售同比提升超过 20%。2）健康品事业群实现营收 34.42 亿元，同比增长 9.46%；其中，2025 年上半年云南白药牙膏稳居国内全渠道市场份额第一[1]；养元青洗护产品实现销售收入 2.17 亿元，同比增长 11%。3）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 6.3%。4）省医药公司实现营收 121.64 亿元，净利润 3.51 亿元，同比增长 17.75%。

- **持续强化守正创新，核药管线进展顺利。**公司一方面守正创新发展中药，另一方面差异化布局创新药，有序推进科学规划的短、中、长期项目。其中，长期项目以核药发展为中心，至 2025 年中期，公司 INR101 诊断核药项目已启动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，研究者发起临床试验（ⅡT）完成 12 例患者入组及给药；INB301 治疗肿瘤恶病质单抗项目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。

- **全资收购聚药堂，拓展公司业务布局。**公司 2025 年 8 月 15 日公告，全资子公司中药资源公司将以现金方式收购聚药堂 100%股权，股权转让对价总额为人民币 6.60 亿元。本次交易有望实现：1）助力实现公司中药资源业务拓展省外市场、布局全国的战略；2）聚药堂拥有丰富的中药配方颗粒产品线及全品类饮片生产能力，能够有效补充公司产品管线，提升行业竞争力；3）聚药堂成熟的线上销售渠道及庞大的 B 端客户资源，对公司具有显著的战略协同价值，能够提升云南白药中药材产业链协同效率；4）稳定推动公司收入与利润增长。

- **盈利预测及估值**：我们维持盈利预测，预计公司 2025-2027 年归母净利润为 51.85 亿元、56.43 亿元、61.29 亿元，同比增长 9.2%、8.8%、8.6%，对应 2025 年 9 月 12 日收盘价，PE 为 20.3、18.7、17.2 倍，维持“增持”评级。

- **风险提示：**行业政策变动超预期、原材料价格波动、销售不及预期、费用投放超预期、市场竞争加剧等风险。

主要财务指标

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	40033	41112	42213	43283
同比增长	2.4%	2.7%	2.7%	2.5%
归母净利润（百万元）	4749	5185	5643	6129
同比增长	16.0%	9.2%	8.8%	8.6%
毛利率	27.9%	28.6%	29.2%	29.7%
ROE	12.2%	12.3%	12.3%	12.3%
每股收益（元）	2.66	2.91	3.16	3.44
市盈率	22.2	20.3	18.7	17.2

数据来源：携宁，兴业证券经济与金融研究院整理

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

附表

资产负债表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	**34151**	**37017**	**41107**	**45350**
货币资金	10888	13134	16583	20554
交易性金融资产	2547	3147	3547	3747
应收票据及应收账款	10853	10809	10956	10951
预付款项	304	312	317	323
存货	6294	6375	6381	6412
其他	3265	3240	3323	3364
非流动资产	**18764**	**19136**	**19110**	**19051**
长期股权投资	12561	12561	12561	12561
固定资产	3013	3183	3208	3191
在建工程	703	643	594	555
无形资产	562	532	502	472
商誉	97	97	97	97
其他	1827	2120	2147	2174
资产总计	**52914**	**56153**	**60216**	**64401**
流动负债	**12858**	**12672**	**13046**	**13222**
短期借款	423	423	423	423
应付票据及应付账款	6672	6642	6812	6913
其他	5763	5607	5811	5886
非流动负债	**1190**	**1224**	**1224**	**1224**
长期借款	2	2	2	2
其他	1188	1222	1222	1222
负债合计	**14048**	**13896**	**14270**	**14447**
股本	1784	1784	1784	1784
未分配利润	16981	19566	22384	25445
少数股东权益	34	59	84	112
股东权益合计	**38866**	**42257**	**45946**	**49954**
负债及权益合计	**52914**	**56153**	**60216**	**64401**

现金流量表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
归母净利润	4749	5185	5643	6129
折旧和摊销	350	392	425	458
营运资金的变动	14	-342	2	-26
经营活动产生现金流量	**4297**	**4355**	**5317**	**5768**
资本支出	-672	-445	-328	-329
长期投资	-2847	-600	-400	-200
投资活动产生现金流量	**-1199**	**-283**	**128**	**370**
债权融资	-947	-2	0	0
股权融资	0	0	0	0
融资活动产生现金流量	**-6978**	**-1821**	**-1997**	**-2168**
现金净变动	-3876	2246	3448	3971

利润表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	**40033**	**41112**	**42213**	**43283**
营业成本	28865	29374	29902	30421
税金及附加	243	251	257	264
销售费用	4880	4974	5066	5107
管理费用	1038	1028	1013	996
研发费用	337	349	358	367
财务费用	-156	-199	-223	-239
投资收益	777	816	857	899
公允价值变动收益	137	100	100	100
信用减值损失	-40	-40	-40	-40
资产减值损失	-91	-91	-91	-91
营业利润	**5712**	**6219**	**6770**	**7349**
营业外收支	-27	-31	-29	-30
利润总额	**5685**	**6188**	**6741**	**7319**
所得税	918	978	1073	1162
净利润	4767	5210	5669	6157
少数股东损益	18	25	25	28
归属母公司净利润	**4749**	**5185**	**5643**	**6129**
EPS(元)	**2.66**	**2.91**	**3.16**	**3.44**

主要财务比率

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
成长性				
营业总收入增长率	2.4%	2.7%	2.7%	2.5%
营业利润增长率	18.2%	8.9%	8.9%	8.5%
归母净利润增长率	16.0%	9.2%	8.8%	8.6%
盈利能力				
毛利率	27.9%	28.6%	29.2%	29.7%
归母净利率	11.9%	12.6%	13.4%	14.2%
ROE	12.2%	12.3%	12.3%	12.3%
偿债能力				
资产负债率	26.5%	24.7%	23.7%	22.4%
流动比率	2.66	2.92	3.15	3.43
速动比率	2.04	2.29	2.54	2.82
营运能力				
资产周转率	75.0%	75.4%	72.6%	69.5%
每股资料(元)				
每股收益	2.66	2.91	3.16	3.44
每股经营现金	2.41	2.44	2.98	3.23
估值比率(倍)				
PE	22.2	20.3	18.7	17.2
PB	2.7	2.5	2.3	2.1

数据来源：携宁、兴业证券经济与金融研究院

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的 12 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。其中：沪深两市以沪深 300 指数为基准；北交所市场以北证 50 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%～15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%～5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示以及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者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，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934 年美国《证券交易所》第 15a-6 条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 15 层	地址：北京市朝阳区建国门大街甲 6 号世界财富大厦 32 层 01-08 单元	地址：深圳市福田区皇岗路 5001 号深业上城 T2 座 52 楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn