

白云山（00874.HK）

25Q3 利润增速亮眼，战略转型持续推进

财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	75,515	74,993	78,079	83,280	89,439
增长率 yoy（%）	6.7	-0.7	4.1	6.7	7.4
归母净利润（百万元）	4,056	2,835	3,586	3,923	4,293
增长率 yoy（%）	2.2	-30.1	26.5	9.4	9.4
ROE（%）	11.6	7.9	9.3	9.4	9.4
EPS 最新摊薄（元）	2.49	1.74	2.21	2.41	2.64
P/E（倍）	6.6	9.4	7.5	6.8	6.2
P/B（倍）	0.8	0.7	0.7	0.6	0.6

资料来源：公司财报，长城证券产业金融研究院

事件：2025 年前三季度公司实现营收 616.06 亿元（yoy+4.31%），实现归母净利润 33.10 亿元（yoy+4.78%），实现扣非归母净利润 28.69 亿元（yoy+0.48%）；其中 Q3 公司实现营收 197.71 亿元（yoy+9.74%），实现归母净利润 7.94 亿元（yoy+30.28%），实现扣非归母净利润 6.64 亿元（yoy+28.90%）

业绩稳健增长，Q3 利润端增速亮眼。2025Q3 公司实现营收 197.71 亿元（yoy+9.74%），实现归母净利润 7.94 亿元（yoy+30.28%），利润端增速显著高于收入增速，我们预计主要得益于公司较好的成本控制及同期基数较低。Q3 经营活动现金流净额为 14.25 亿元（yoy+10.87%），扭转前两个季度同比下滑趋势，经营及回款有所改善。

费用投放平稳，盈利质量提升。2025Q3 公司销售/管理/研发/财务费用率分别为 6.51%/2.98%/0.80%/0.40%，分别同比 +0.34/-0.05/-0.24/+0.06pct，总体保持平稳；毛利率/归母净利率分别为 16.09%/4.02%，分别同比增长 1.34/0.63pct，盈利质量进一步提升。

战略转型持续推进，国际化与数字化并进。公司在“新质化创新、资本化运作、国际化开拓、数字化转型”四大战略方向持续发力，为中长期增长奠定基础。研发方面，抗肿瘤新药 BYS10 片进入关键注册阶段，阿莫西林克拉维酸钾干混悬剂成功中选集采；资本层面，通过广药二期基金收购南京医药股份，强化渠道协同；国际化方面，核心产品在东南亚、欧美市场持续放量，推动从“产品出海”向“产业链出海”升级；数字化方面，与华为合作推进智能制造与供应链优化。

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 780.79/832.8/894.39 亿元，分别同比增长 4%/7%/7%；实现归母净利润 35.86/39.23/42.93 亿元，分别同比增长 26%/9%/9%；对应 PE 估值分别为 7.5/6.8/6.2X，维持“增持”评级。

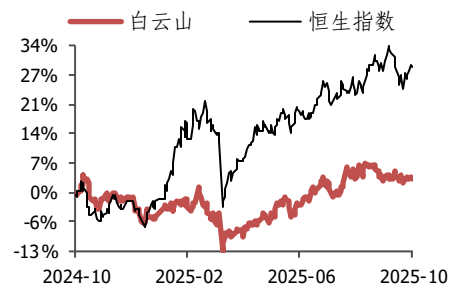
风险提示：行业监管政策变化、行业竞争加剧、产品销售不及预期、原材料

增持（维持评级）

股票信息

行业	医药
2025 年 10 月 28 日收盘价（港元）	18.020
总市值（百万港元）	29,296.75
流通市值（百万港元）	3,962.60
总股本（百万股）	1,625.79
近 3 月日均成交额（百万港元）	26.56

股价走势



作者

分析师 刘鹏

执业证书编号：S1070520030002

邮箱：liupeng@cgs.com

分析师 袁紫馨

执业证书编号：S1070524090004

邮箱：yuanzixin@cgs.com

相关研究

- 1、《25Q2 收入利润双增，中期分红延续》2025-08-19
- 2、《中药国企改革标的，关注股东回报提升》2025-02-21

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	59892	62779	65394
现金	21309	18273	18564	18839	19885
应收票据及应收账款	15983	16280	20900	21267	22362
其他应收款	878	994	956	1123	1109
预付账款	818	578	876	675	990
存货	11507	12812	12483	14436	14431
其他流动资产	5488	8826	6113	6439	6616
非流动资产	22603	23921	23463	24121	24325
长期股权投资	1806	1507	1736	1954	2155
固定资产	4382	5531	5625	5798	5957
无形资产	3196	3199	3254	3340	3429
其他非流动资产	13219	13684	12848	13028	12784
资产总计	78587	81684	83355	86899	89719
流动负债	36235	38916	38009	38588	38071
短期借款	7799	9123	8000	8500	8100
应付票据及应付账款	15686	16320	16970	16762	16196
其他流动负债	12750	13473	13039	13326	13775
非流动负债	5674	4998	4418	3873	3319
长期借款	3324	2806	2230	1682	1129
其他非流动负债	2350	2193	2188	2190	2189
负债合计	41909	43914	42428	42461	41389
少数股东权益	1759	1865	2087	2325	2573
股本	1626	1626	1626	1626	1626
资本公积	10106	10114	10114	10114	10114
留存收益	23212	24179	26845	29758	32936
归属母公司股东权益	34919	35905	38841	42114	45757
负债和股东权益	78587	81684	83355	86899	89719

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	3537	2049	3361
净利润	4259	3001	3808	4161	4541
折旧摊销	721	696	720	802	895
财务费用	-20	38	148	105	71
投资损失	-265	-294	-459	-431	-422
营运资金变动	-1318	-967	-728	-2615	-1767
其他经营现金流	726	969	47	27	43
投资活动现金流	-3115	-5964	217	-977	-641
资本支出	1628	1128	635	940	1049
长期投资	-1885	-5053	-229	-218	-201
其他投资现金流	398	217	1081	181	608
筹资活动现金流	-1978	-1006	-3463	-798	-1673
短期借款	-739	1324	-1123	500	-400
长期借款	1685	-518	-575	-548	-553
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	-1765	-750	-720
现金净增加额	-981	-3521	291	274	1047

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	75515	74993	78079	83280	89439
营业成本	61328	62473	64979	69151	74156
营业税金及附加	344	297	309	329	354
销售费用	6105	5620	5544	5913	6350
管理费用	2422	2408	2505	2673	2870
研发费用	782	764	795	848	911
财务费用	-20	38	148	105	71
资产和信用减值损失	-87	-471	-67	-78	-79
其他收益	338	343	340	342	341
公允价值变动收益	39	25	32	28	30
投资净收益	265	294	459	431	422
资产处置收益	12	11	12	11	11
营业利润	5121	3596	4574	4994	5452
营业外收入	29	40	35	38	36
营业外支出	40	29	34	32	33
利润总额	5110	3608	4574	5000	5455
所得税	851	607	766	839	914
净利润	4259	3001	3808	4161	4541
少数股东损益	204	165	222	238	248
归属母公司净利润	4056	2835	3586	3923	4293
EBITDA	5792	4317	5419	5882	6394
EPS (元/股)	2.49	1.74	2.21	2.41	2.64

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	4.1	6.7	7.4
营业利润 (%)	0.9	-29.8	27.2	9.2	9.2
归属母公司净利润 (%)	2.2	-30.1	26.5	9.4	9.4
获利能力					
毛利率 (%)	18.8	16.7	16.8	17.0	17.1
净利率 (%)	5.6	4.0	4.9	5.0	5.1
ROE (%)	11.6	7.9	9.3	9.4	9.4
ROIC (%)	8.9	6.0	7.7	7.8	8.1
偿债能力					
资产负债率 (%)	53.3	53.8	50.9	48.9	46.1
净负债比率 (%)	-24.2	-9.9	-16.4	-15.8	-18.7
流动比率	1.5	1.5	1.6	1.6	1.7
速动比率	1.2	1.0	1.1	1.2	1.2
营运能力					
总资产周转率	1.0	0.9	0.9	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	2.21	2.41	2.64
每股经营现金流 (最新摊薄)	2.52	2.12	2.18	1.26	2.07
每股净资产 (最新摊薄)	21.48	22.08	23.89	25.90	28.14
估值比率					
P/E	6.6	9.4	7.5	6.8	6.2
P/B	0.8	0.7	0.7	0.6	0.6
EV/EBITDA	6.1	9.4	7.0	6.4	5.6

资料来源: 公司财报, 长城证券产业金融研究院

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