

云南白药(000538)

报告日期: 2025 年 10 月 31 日

业绩符合预期, 稳增长高分红

——云南白药 2025 年三季报点评

投资要点

- ❑ **事件:** 云南白药发布 2025 年三季报, 2025 年前三季度实现营收 306.54 亿元(同比+2.47%), 归母净利润 47.77 亿元(同比+10.41%), 扣非归母净利润 45.50 亿元(同比+6.68%); 单 Q3 实现营收 93.97 亿元(同比-0.66%), 归母净利润 11.44 亿元(同比+0.55%), 扣非归母净利润 10.89 亿元(同比-3.61%); 业绩符合预期。
- ❑ **业务结构持续优化, 工业板块增长强劲。我们看好公司药品事业群抓住老龄化机遇, 在发展好白药优势产品的基础上实现品牌中药的战略性增长; 健康品事业群则在扩大其在口腔护理领域领先优势基础上快速提升洗护业务规模。**2025 年前三季度公司工业收入 115.82 亿元, 较上年同期增长 9.06 亿元, 工业收入同比增速达 8.48%。
- ❑ **盈利能力稳步提升。**2025 年前三季度公司毛利率为 30.06%, 同比+1.66pct, 我们认为主要系高毛利的业务占比提升所致; 销售/管理/研发费用率为 12.12%/1.81%/0.77%, 同比+1.07/+0.14/+0.05pct; 扣非后销售净利率为 14.84%, 同比+0.58pct, 主要得益于毛利率的明显改善。展望全年, 由于公司往往在 Q4 集中计提/预提费用, 利润占比较小, 我们预计全年业绩仍保持稳健增长。
- ❑ **强化核药发展, 重视投资者回报。**长期项目中, 公司创新药聚焦社会需求、科技赋能以核药发展为中心, 截至 2025 年三季度末, 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。2025 年特别分红总额为 18.18 亿元, 占 2025 年上半年归母净利润的 50.05%。**公司 2022 年-2024 年连续 3 年年度股息支付率超 90%, 2025 年更是增加了特别分红, 足见重视投资者回报; 若未来不发生重大并购重组, 我们预计公司将延续高分红态势。**
- ❑ **维持“买入”评级。**预计 2025-2027 年归母净利润 52.16/57.57/62.78 亿元, 同比增长 9.83%/10.35%/9.06%, EPS 为 2.92/3.23/3.52 元, 对应 PE19.32x/17.51x/16.05x。考虑到公司具有较强的品牌优势和渠道优势, 维持“买入”评级。
- ❑ **风险提示:** 政策调整风险、成本波动风险、市场竞争加剧

财务摘要

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	40033.30	40922.16	42319.49	43674.63
(+/-) (%)	2.36%	2.22%	3.41%	3.20%
归母净利润	4749.42	5216.50	5756.64	6278.43
(+/-) (%)	16.02%	9.83%	10.35%	9.06%
每股收益(元)	2.66	2.92	3.23	3.52
P/E	21.22	19.32	17.51	16.05

资料来源: 公司年报, 浙商证券研究所

投资评级: 买入(维持)

分析师: 王班
 执业证书号: S1230525070003
 wangban@stocke.com.cn

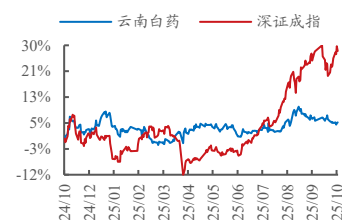
分析师: 吴天昊
 执业证书号: S1230523120004
 wutianhao@stocke.com.cn

分析师: 丁健行
 执业证书号: S1230524050003
 dingjianxing@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥ 56.48
总市值(百万元)	100,775.15
总股本(百万股)	1,784.26

股票走势图



相关报告

- 1 《业绩符合预期, 拟增特别分红》2025.09.05
- 2 《业绩略超预期, 持续挖潜增效》2025.04.29
- 3 《业绩略超预期, 聚焦挖潜增效》2025.04.01

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	34,151	33,179	33,238	33,333
现金	10,888	10,840	11,200	11,175
交易性金融资产	2,547	2,458	1,893	1,762
应收账款	10,853	10,893	10,979	11,073
其它应收款	98	102	105	109
预付账款	304	288	278	268
存货	6,294	6,198	6,155	6,115
其他	3,167	2,399	2,628	2,831
非流动资产	18,764	19,690	20,483	21,208
金融资产类	0	0	0	0
长期投资	12,561	13,264	13,965	14,564
固定资产	3,013	3,151	3,372	3,525
无形资产	562	488	435	377
在建工程	703	767	785	815
其他	1,924	2,021	1,926	1,926
资产总计	52,914	52,868	53,721	54,541
流动负债	12,858	12,265	12,526	12,655
短期借款	423	0	0	0
应付款项	6,672	6,983	7,012	7,101
预收账款	0	1	1	1
其他	5,763	5,281	5,513	5,553
非流动负债	1,190	1,168	1,169	1,171
长期借款	2	2	2	2
其他	1,188	1,166	1,167	1,168
负债合计	14,048	13,433	13,695	13,825
少数股东权益	34	62	88	119
归属母公司股东权	38,832	39,374	39,938	40,596
负债和股东权益	52,914	52,868	53,721	54,541

现金流量表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	4,297	4,789	5,219	5,542
净利润	4,767	5,245	5,783	6,310
折旧摊销	267	260	285	310
财务费用	(156)	(142)	(156)	(158)
投资损失	(777)	(1,066)	(808)	(801)
营运资金变动	2,585	389	(16)	(159)
其它	(2,389)	104	131	41
投资活动现金流	(1,199)	125	174	(104)
资本支出	(524)	(400)	(462)	(431)
长期投资	(1,030)	(700)	(703)	(598)
其他	355	1,225	1,339	925
筹资活动现金流	(6,978)	(4,962)	(5,033)	(5,464)
短期借款	(1,324)	(423)	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	(5,654)	(4,538)	(5,033)	(5,464)
现金净增加额	(3,880)	(48)	360	(25)

利润表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	40,033	40,922	42,319	43,675
营业成本	28,865	28,830	29,310	29,831
营业税金及附加	243	235	243	256
营业费用	4,880	5,238	5,375	5,547
管理费用	1,038	1,105	1,143	1,179
研发费用	337	368	381	393
财务费用	(156)	(142)	(156)	(158)
资产减值损失	131	246	127	131
公允价值变动损益	137	130	134	132
投资净收益	777	1,066	808	801
其他经营收益	103	98	103	101
营业利润	5,712	6,338	6,942	7,530
营业外收支	(27)	(11)	(17)	(18)
利润总额	5,685	6,326	6,926	7,511
所得税	918	1,082	1,143	1,202
净利润	4,767	5,245	5,783	6,310
少数股东损益	18	28	26	31
归属母公司净利润	4,749	5,216	5,757	6,278
EBITDA	5,809	6,439	7,051	7,659
EPS（最新摊薄）	2.66	2.92	3.23	3.52

主要财务比率

	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入	2.36%	2.22%	3.41%	3.20%
营业利润	18.24%	10.96%	9.54%	8.46%
归属母公司净利润	16.02%	9.83%	10.35%	9.06%
获利能力				
毛利率	27.90%	29.55%	30.74%	31.70%
净利率	11.91%	12.82%	13.66%	14.45%
ROE	12.06%	13.32%	14.49%	15.55%
ROIC	11.58%	12.72%	13.84%	14.88%
偿债能力				
资产负债率	26.55%	25.41%	25.49%	25.35%
净负债比率	3.66%	0.62%	0.64%	0.62%
流动比率	2.66	2.71	2.65	2.63
速动比率	2.17	2.20	2.16	2.15
营运能力				
总资产周转率	0.75	0.77	0.79	0.81
应收账款周转率	4.03	4.09	4.19	4.28
应付账款周转率	6.33	5.97	5.93	5.93
每股指标(元)				
每股收益	2.66	2.92	3.23	3.52
每股经营现金	2.41	2.68	2.93	3.11
每股净资产	21.76	22.07	22.38	22.75
估值比率				
P/E	21.22	19.32	17.51	16.05
P/B	2.60	2.56	2.52	2.48
EV/EBITDA	16.33	13.73	12.57	11.60

资料来源：公司年报，浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深 300 指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深 300 指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者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。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。

本公司的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。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>