

公司研究

药品收入表现优异，经营质效有效提升

——云南白药（000538.SZ）2025 年年报点评

增持（维持）

当前价：56.78 元

作者

分析师：黄素青

执业证书编号：S0930521080001

021-52523570

huangsuqing@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	17.84
总市值(亿元):	1013.10
一年最低/最高(元):	51.54/59.62
近3月换手率:	28.18%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	5.28	4.12	-12.40
绝对	1.48	-0.94	3.59

资料来源：Wind

相关研报

降本增效成效显著，加速推进核药研发——云南白药（000538.SZ）更新点评（2025-08-03）

要点

事件：

公司发布 2025 年年报，实现营业收入、归母净利润、扣非归母净利润分别为 411.87/51.53/48.65 亿元，同比+2.88%/8.51%/7.55%；经营性净现金流 46.00 亿元，同比+7.04%；EPS（基本）2.89 元。拟向公司全体股东每 10 股派发现金红利 15.83 元（含税），与 2025 年已实施的特别分红合并计算，2025 年度累计现金分红总额占 2025 年归母净利润的 90.09%。业绩符合市场预期。

点评：

工业收入同比增长双位数，业务结构持续优化。25 年公司工业收入 160.16 亿元，占营业收入比重 38.89%，同比+2.75pp，工业收入增速达 10.70%，引领公司整体收入增长。分业务来看，2025 年药品事业群、健康品事业群、中药资源事业群（外销）和省医药分别实现营收 83.18/67.45/17.50/238.04 亿元，同比+12.53%/+3.36%/-0.06%/-3.26%。25 年中药行业受药品集采、医保控费、药店客流下降等因素影响，整体收入利润承压，而公司药品事业群收入表现优异，核心系列产品销售收入总额超 55 亿元，同比增长超 18%，其中，云南白药气雾剂收入突破 25 亿元，同比增长超过 22%；云南白药膏销售收入突破 12 亿元，同比增长超过 26%；气血康口服液收入同比增长约 68%。大单品的成功源于“临床价值驱动+生态协同+线上市场拓展+跨省大兵团促销活动+场景化内容营销”的五维合力。25 年云南白药牙膏稳居全渠道市场份额第一，健康品板块线上销量同比提升 27%，养元青洗护产品销售收入 4.6 亿元，同比增长近 10%。省医药收入同比下滑，估计与“控风险”与“抓增长”并重的发展策略有关。

持续提升经营质效，内涵外延协同发展。公司深化内涵发展，提升运营质效，全年实现持续降本增效，全员劳动生产率显著高于行业平均水平。2025 年公司毛利率同比+1.61pp 至 29.51%，加权平均净资产收益率+1.03pp 至 13.02%，创近 5 年最好水平。管理费用 10.20 亿元，YOY-1.68%；研发投入 4.23 亿元，YOY+21.51%，研发投入占工业收入比重为 2.64%，研发能力不断提升。存货周转天数同比缩短 1.76 天至 77.66 天，应收账款周转天数同比缩短 1.66 天至 87.77 天。2025 年公司已全部退出证券投资，实现当期公允价值正收益，且年末账面价值为 0，降低投资风险。公司推进外延布局，增强协同效能。2025 年 8 月，公司全资子公司云南白药集团中药资源有限公司以现金 6.6 亿元收购聚药堂 100% 股权，带动中药材产业链效率提升与全国布局，为饮片及配方颗粒业务拓展奠定基础，稳定推动公司收入与利润增长。

中药创新成果丰硕，加速推进核药研发。公司坚持打好中药、创新药两张牌，做实种质资源研发、做强中成药创新、差异化布局创新药，有序推进科学规划的短、中、长期项目。短期项目布局上市品种二次开发、快速药械开发，如云南白药系列、气血康、宫血宁、舒列安等已上市药品；中期项目推进创新中药开发和透皮制剂项目，其中附杞固本膏已完成 III 期临床试验 17 家研究中心启动，入组 486 例受试者；全三七片完成 II 期临床试验；氟比洛芬凝胶贴膏完成工艺验证，同步开展 PK-BE 试验；洛索洛芬钠凝胶贴膏获得临床试验批件，同步开展工艺验证中；长期项目以核药为中心，布局多款创新药物研发。INR101 诊断核药已进入 III 期临床试验；INR102 治疗核药，已进入 I/IIa 期临床试验；INB301 治疗肿瘤恶病质单抗已获批临床。

盈利预测、估值与评级：考虑到国内消费复苏趋缓，健康品事业群营销投入加大，以及研发能力建设加强，我们下调 26-27 年归母净利润预测为 55.20/ 59.20 亿元（较上次下调 5.6%/8.8%），新增 28 年归母净利润预测为 63.75 亿元，当前股价对应 PE 为 18/17/16 倍。公司聚焦核心主业，全链提质增效，重视研发创新和数智化转型，战略引领中长期发展，维持“增持”评级。

风险提示：医药政策风险；消费疲软风险；市场竞争加剧风险；研发失败风险。

表 1：公司盈利预测与估值简表

指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	40,033	41,187	42,231	43,283	44,276
营业收入增长率	2.36%	2.88%	2.53%	2.49%	2.29%
净利润（百万元）	4,749	5,153	5,520	5,920	6,375
净利润增长率	16.02%	8.51%	7.11%	7.26%	7.68%
EPS（元）	2.66	2.89	3.09	3.32	3.57
ROE（归属母公司）（摊薄）	12.23%	12.87%	13.73%	14.40%	15.13%
P/E	21	20	18	17	16
P/B	2.6	2.5	2.5	2.5	2.4

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2026-04-02

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	40,033	41,187	42,231	43,283	44,276
营业成本	28,865	29,033	29,379	29,735	30,070
折旧和摊销	228	245	284	302	318
税金及附加	243	234	236	242	247
销售费用	4,880	5,619	5,677	5,776	5,864
管理费用	1,038	1,020	1,004	1,007	1,030
研发费用	337	351	368	386	403
财务费用	-156	-47	-39	-37	-32
投资收益	777	1,043	810	750	773
营业利润	5,712	6,039	6,528	7,007	7,552
利润总额	5,685	6,043	6,516	6,995	7,540
所得税	918	853	953	1,023	1,102
净利润	4,767	5,190	5,563	5,973	6,438
少数股东损益	18	36	44	52	63
归属母公司净利润	4,749	5,153	5,520	5,920	6,375
EPS (元)	2.66	2.89	3.09	3.32	3.57

现金流量表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	4,297	4,600	4,521	5,188	5,683
净利润	4,749	5,153	5,520	5,920	6,375
折旧摊销	228	245	284	302	318
净营运资金增加	-2,480	-36	685	510	465
其他	1,799	-763	-1,968	-1,544	-1,475
投资活动产生现金流	-1,199	-1,985	164	345	467
净资本支出	-672	-479	-455	-355	-255
长期投资变化	12,561	13,228	0	0	0
其他资产变化	-13,088	-14,734	619	700	723
融资活动现金流	-6,978	-4,349	-5,390	-5,172	-5,354
股本变化	-13	0	0	0	0
债务净变化	-1,310	-168	-68	-191	0
无息负债变化	1,479	241	-138	113	121
净现金流	-3,876	-1,743	-704	360	796

主要指标

盈利能力 (%)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
毛利率	27.9%	29.5%	30.4%	31.3%	32.1%
EBITDA 率	12.8%	13.6%	14.1%	15.1%	16.0%
EBIT 率	12.2%	12.8%	13.4%	14.4%	15.3%
税前净利润率	14.2%	14.7%	15.4%	16.2%	17.0%
归母净利润率	11.9%	12.5%	13.1%	13.7%	14.4%
ROA	9.0%	9.6%	10.3%	10.8%	11.4%
ROE (摊薄)	12.2%	12.9%	13.7%	14.4%	15.1%
经营性 ROIC	19.6%	20.8%	21.2%	22.7%	24.1%

偿债能力	2024	2025	2026E	2027E	2028E
资产负债率	27%	26%	26%	25%	25%
流动比率	2.66	2.64	2.63	2.71	2.78
速动比率	2.17	2.16	2.13	2.20	2.27
归母权益/有息债务	75.56	115.80	144.68	475.07	486.62
有形资产/有息债务	99.91	150.63	187.27	611.08	624.29

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
总资产	52,914	54,269	54,276	55,163	56,346
货币资金	10,888	9,108	8,404	8,764	9,561
交易性金融资产	2,547	4,192	4,192	4,192	4,192
应收账款	9,923	10,160	10,451	10,711	10,957
应收票据	930	585	609	624	638
其他应收款 (合计)	108	407	419	431	444
存货	6,294	6,231	6,423	6,501	6,574
其他流动资产	2,676	2,917	2,969	3,022	3,071
流动资产合计	34,151	34,035	33,823	34,606	35,801
其他权益工具	72	72	72	72	72
长期股权投资	12,561	13,228	13,228	13,228	13,228
固定资产	3,013	3,274	3,370	3,415	3,398
在建工程	703	808	816	769	682
无形资产	562	699	735	770	804
商誉	97	301	301	301	301
其他非流动资产	116	162	162	162	162
非流动资产合计	18,764	20,234	20,453	20,557	20,545
总负债	14,048	14,121	13,915	13,836	13,957
短期借款	423	183	191	0	0
应付账款	4,758	5,523	5,589	5,657	5,720
应付票据	1,914	1,847	1,903	1,926	1,947
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	608	511	431	359	298
流动负债合计	12,858	12,890	12,837	12,768	12,899
长期借款	2	87	87	87	87
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	311	298	287	277	267
非流动负债合计	1,190	1,231	1,079	1,068	1,058
股东权益	38,866	40,148	40,361	41,326	42,389
股本	1,784	1,784	1,784	1,784	1,784
公积金	20,168	20,163	20,163	20,163	20,163
未分配利润	16,981	18,202	19,079	19,993	20,992
归属母公司权益	38,832	40,044	40,214	41,127	42,126
少数股东权益	34	103	147	200	263

费用率	2024	2025	2026E	2027E	2028E
销售费用率	12.19%	13.64%	13.44%	13.34%	13.24%
管理费用率	2.59%	2.48%	2.38%	2.33%	2.33%
财务费用率	-0.39%	-0.11%	-0.09%	-0.09%	-0.07%
研发费用率	0.84%	0.85%	0.87%	0.89%	0.91%
所得税率	16%	14%	15%	15%	15%

每股指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
每股红利	2.40	2.60	2.81	3.01	3.25
每股经营现金流	2.41	2.58	2.53	2.91	3.19
每股净资产	21.76	22.44	22.54	23.05	23.61
每股销售收入	22.44	23.08	23.67	24.26	24.81

估值指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
PE	21	20	18	17	16
PB	2.6	2.5	2.5	2.5	2.4
EV/EBITDA	16.5	15.1	14.2	12.9	11.8
股息率	4.2%	4.6%	4.9%	5.3%	5.7%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因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，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，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，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于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。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。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编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区复兴门外大街 6 号
光大大厦 17 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港湾仔告士打道 108 号光大中心 33 楼