



核心药品放量延续，内涵外延双轮驱动

投资要点

- **事件:** 2025年, 公司实现营收411.9亿元, 同比+2.9%; 实现归母净利润51.5亿元, 同比+8.5%; 扣非归母净利润48.7亿元, 同比+7.6%。
- **药品事业群延续高增, 多品种放量显著。** 营收端, 2025年公司工业营收160.2亿元(+10.7%), 占比提高2.8pp至38.9%, 整体收入结构进一步向高毛利工业端倾斜。分事业群: 1) 药品群营收83.2亿元(+12.5%), 单品销售过亿产品达10个, 其中过10亿元产品2个。核心系列产品收入超55亿元, 同比增速超18%; 其中白药气雾剂收入突破25亿元, 增速超22%; 白药膏收入突破12亿元, 增速超过26%; 白药胶囊、白药散剂等产品均维持高增态势。第二梯队产品快速放量, 气血康同比增长约68%, 参苓健脾胃颗粒同比增长超53%, 多款产品收入突破亿元。2) 健康品群营收67.5亿元(+3.4%), 实现利润20.9亿元(-4.6%)。白药牙膏市占率稳居第一; 养元青收入4.6亿元, 同比增速近10%; 健康品板块线上销量同比显著提升27%。3) 中药资源群对外营收17.5亿元(-0.1%), 各业务单元协同发力稳住基本盘。4) 省医药营收238.0亿元(-3.3%), 净利润7.67亿元(+24.2%)。医疗器械、药妆、特医食品业务销售收入同比+11.7%; 承接院内处方外流的新特药房业务销售收入同比+38.5%。
- **盈利质量继续改善, 研发与组织效率同步推进。** 盈利端, 得益于业务结构进一步优化, 2025年公司扣非归母净利润48.7亿元(+7.6%), 续创历史新高; 毛利率29.5%(+1.6pp); ROE(TTM)12.87%(+0.64pp)。费用端看, 销售费用率/管理费用率/研发费用率/财务费用率13.6%/2.5%/0.9%/-0.1%, 分别同比+1.5pp/-0.1pp/+0.01pp/+0.3pp, 基本保持稳定, 延续提质增效趋势。销售费用同比+15.2%, 主要系线上营收占比提升; 公司打造“云鼎经纬”一级经销商直供模式, 强化渠道管控, 并积极拓展线上O2O渠道。研发费用同比+3.9%, 全年研发投入4.2亿元, 同比+21.5%, 公司在创新研发和长期能力建设上仍保持投入强度。
- **高分红属性延续, 创新布局与外延补链共同打开长期空间。** 公司2025年度利润分配预案为每10股派发现金红利15.83元。结合2025年9月已实施的每10股10.19元的特别分红, 全年累计现金红利总额达46.4亿元, 占2025年归母净利润的90.1%, 高股息资产防御价值突出。公司稳固主业同时, 积极布局创新药领域。中短期项目全力布局白药系列、气血康等18个中药大品种的二次开发, 在研项目37个, 持续推进全三七片、附杞固本膏等创新中药开发; 长期项目以核药发展为中心, 多条管线进展顺利, 诊断性核药INR101已进入III期临床, 治疗性核药INR102处于I/IIa期临床。2025年8月, 公司对安国市聚药堂的全资收购落地, 增厚中药产业链布局, 为饮片销售和配方颗粒业务拓展奠定基础, 内涵+外延协同并举。
- **盈利预测与投资建议:** 考虑公司业绩持续增长确定性高, 预计2026-2028年归母净利润分别54.0亿元、58.4亿元和63.5亿元, 对应PE为18倍、17倍和16倍, 建议保持关注。
- **风险提示:** 牙膏市场竞争加剧风险, 渠道拓展、投放回报或不及预期风险, 院内集采风险。

指标/年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	41187.00	43191.17	45369.57	47742.13
增长率	2.88%	4.87%	5.04%	5.23%
归属母公司净利润(百万元)	5153.49	5395.52	5837.09	6349.14
增长率	8.51%	4.70%	8.18%	8.77%
每股收益EPS(元)	2.89	3.02	3.27	3.56
净资产收益率ROE	12.93%	12.17%	11.89%	11.69%
PE	19	18	17	16
PB	2.49	2.24	2.02	1.83

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究院

分析师: 杜向阳

执业证号: S1250520030002

电话: 021-68416017

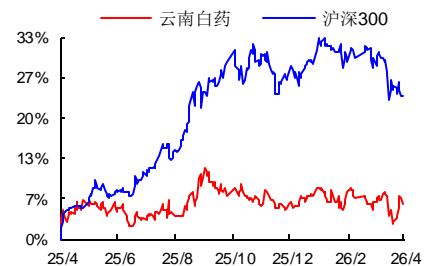
邮箱: duxy@swsc.com.cn

联系人: 张旭安

电话: 15281061810

邮箱: zhangxuan@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	17.84
流通A股(亿股)	17.73
52周内股价区间(元)	54.26-60.24
总市值(亿元)	997.58
总资产(亿元)	542.69
每股净资产(元)	22.44

相关研究

1. 云南白药(000538): 药品增长强劲, 提质增效效果显著(2025-04-08)

关键假设：

假设 1：省医药：2025 年，省医药公司在夯实医院药品配送和商业分销两大核心存量的基础上，重点培育医疗器械配送业务和新特药房等增长点，低基数、高附加值品类上仍有结构升级空间。考虑到云南省内流通网络优势稳固、院外处方承接持续推进，预计 2026-2028 年收入增速分别为 2%/2%/2%，毛利率整体保持平稳。

假设 2：药品事业群：2025 年以云南白药系列产品为核心，重点布局多领域的品牌中药，推进“云鼎经纬”渠道模式和 O2O、电商渠道建设。考虑到核心大单品仍处放量阶段、渠道改革红利持续释放，预计 2026-2028 年销量增速分别为 13%/13%/13%，价格保持不变，毛利率稳中有升。

假设 3：健康品事业群：2025 年以云南白药牙膏为核心产品，稳固线下市场基础并同步推进线上渠道拓展及新产品推广。考虑到口腔健康业务基本盘稳固、洗护等细分功能品类持续扩容，预计 2026-2028 年销量增速分别为 5%/5%/5%，价格保持不变，毛利率整体保持平稳。

基于以上假设，我们预测公司 2026-2028 年分业务收入成本如下表：

表 1：云南白药收入及毛利分析

单位：亿元		2025A	2026E	2027E	2028E
省医药	收入	238.0	242.8	247.7	252.6
	增速	-3.3%	2.0%	2.0%	2.0%
药品事业群	收入	83.2	94.0	106.2	120.0
	增速	12.5%	13.0%	13.0%	13.0%
健康品事业群	收入	67.5	70.8	74.4	78.1
	增速	3.4%	5.0%	5.0%	5.0%
中药资源事业群	收入	17.5	18.0	18.6	19.1
	增速	-0.1%	3.0%	3.0%	3.0%
其他	收入	5.7	6.3	6.9	7.6
	增速	-	10.0%	10.0%	10.0%
合计	收入	411.9	431.9	453.7	477.4
	增速	2.9%	4.9%	5.0%	5.2%
	毛利率	29.5%	30.0%	30.5%	31.0%

数据来源：wind，西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E	现金流量表 (百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	41187.00	43191.17	45369.57	47742.13	净利润	5189.94	5433.68	5878.38	6394.05
营业成本	29032.92	30233.82	31531.85	32942.07	折旧与摊销	301.34	378.64	397.05	400.74
营业税金及附加	234.10	248.98	262.65	275.15	财务费用	-46.89	-43.19	-45.37	-47.74
销售费用	5619.47	5182.94	5444.35	5729.06	资产减值损失	-258.37	-100.00	-80.00	-90.00
管理费用	1020.08	1079.78	1134.24	1193.55	经营营运资本变动	-320.91	-749.74	-422.71	-582.87
研发费用	181.00	215.96	226.85	238.71	其他	-265.41	133.66	-61.49	280.42
财务费用	-46.89	-43.19	-45.37	-47.74	经营活动现金流净额	4599.69	5053.05	5665.86	6354.60
资产减值损失	-258.37	-100.00	-80.00	-90.00	资本支出	-645.27	-500.00	-600.00	-700.00
投资收益	1042.99	0.00	0.00	0.00	其他	-1340.06	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	110.49	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-1985.34	-500.00	-600.00	-700.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	短期借款	-240.60	17.22	0.00	0.00
营业利润	6038.90	6372.89	6895.01	7501.33	长期借款	84.47	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	4.38	19.68	20.74	21.09	股权融资	-5.03	0.00	0.00	0.00
利润总额	6043.27	6392.57	6915.74	7522.42	支付股利	-4642.65	-1030.70	-1079.10	-1167.42
所得税	853.33	958.88	1037.36	1128.36	其他	454.83	71.84	45.37	47.74
净利润	5189.94	5433.68	5878.38	6394.05	筹资活动现金流净额	-4348.99	-941.63	-1033.73	-1119.68
少数股东损益	36.45	38.17	41.29	44.91	现金流量净额	-1743.30	3611.42	4032.13	4534.93
归属母公司股东净利润	5153.49	5395.52	5837.09	6349.14					
资产负债表 (百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E	财务分析指标	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	9107.83	12719.25	16751.38	21286.30	成长能力				
应收和预付款项	11506.51	11970.40	12576.31	13238.72	销售收入增长率	2.88%	4.87%	5.04%	5.23%
存货	6231.38	6586.81	7084.25	7284.05	营业利润增长率	5.73%	5.53%	8.19%	8.79%
其他流动资产	7188.87	5570.86	5640.40	5716.14	净利润增长率	8.87%	4.70%	8.18%	8.77%
长期股权投资	13227.58	13227.58	13227.58	13227.58	EBITDA 增长率	8.08%	6.59%	8.03%	8.38%
投资性房地产	50.37	50.37	50.37	50.37	获利能力				
固定资产和在建工程	4081.38	3808.87	3517.95	3223.34	毛利率	29.51%	30.00%	30.50%	31.00%
无形资产和开发支出	1098.21	1502.96	2007.72	2612.47	三费率	16.01%	14.40%	14.40%	14.40%
其他非流动资产	1776.46	1765.57	1754.68	1743.80	净利率	12.60%	12.58%	12.96%	13.39%
资产总计	54268.58	57202.67	62610.63	68382.77	ROE	12.93%	12.17%	11.89%	11.69%
短期借款	182.78	200.00	200.00	200.00	ROA	9.56%	9.50%	9.39%	9.35%
应付和预收款项	9130.58	9039.14	9558.64	10007.26	ROIC	32.57%	31.85%	32.50%	33.56%
长期借款	86.57	86.57	86.57	86.57	EBITDA/销售收入	15.28%	15.53%	15.97%	16.45%
其他负债	4721.16	3221.39	3310.57	3407.45	营运能力				
负债合计	14121.08	12547.10	13155.77	13701.28	总资产周转率	0.77	0.77	0.76	0.73
股本	1784.26	1784.26	1784.26	1784.26	固定资产周转率	13.10	12.48	12.72	14.25
资本公积	17632.12	17632.12	17632.12	17632.12	应收账款周转率	3.76	3.79	3.79	3.79
留存收益	20732.77	25097.59	29855.58	35037.30	存货周转率	4.49	4.54	4.54	4.55
归属母公司股东权益	40044.06	44513.97	49271.96	54453.68	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	110.36%	—	—	—
少数股东权益	103.44	141.61	182.90	227.81	资本结构				
股东权益合计	40147.50	44655.58	49454.86	54681.49	资产负债率	26.02%	21.93%	21.01%	20.04%
负债和股东权益合计	54268.58	57202.67	62610.63	68382.77	带息债务/总负债	1.91%	2.28%	2.18%	2.09%
					流动比率	2.64	3.26	3.53	3.81
					速动比率	2.16	2.67	2.93	3.23
					股利支付率	90.09%	19.10%	18.49%	18.39%
业绩和估值指标	2025A	2026E	2027E	2028E	每股指标				
EBITDA	6293.34	6708.34	7246.69	7854.32	每股收益	2.89	3.02	3.27	3.56
PE	19.36	18.49	17.09	15.71	每股净资产	22.44	24.95	27.61	30.52
PB	2.49	2.24	2.02	1.83	每股经营现金	2.58	2.83	3.18	3.56
PS	2.42	2.31	2.20	2.09	每股股利	2.60	0.58	0.60	0.65
EV/EBITDA	13.50	12.12	10.66	9.26					
股息率	4.65%	1.03%	1.08%	1.17%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 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作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知悉范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究院

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	手机	邮箱
上海	崔露文	销售岗	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	销售岗	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	汪艺	销售岗	13127920536	wyfy@swsc.com.cn
	戴剑箫	销售岗	13524484975	daijx@swsc.com.cn
	张方毅	销售岗	15821376156	zfy@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售岗	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	叶佳缘	销售岗	15800609605	yejy@swsc.com.cn
	欧若诗	销售岗	18223769969	ors@swsc.com.cn
	贾文婷	销售岗	13621609568	jiawent@swsc.com.cn
	张嘉诚	销售岗	18656199319	zhangjc@swsc.com.cn
毛玮琳	销售岗	18721786793	mwl@swsc.com.cn	
北京	李杨	北京销售主管兼销售岗	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售岗	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	姚航	销售岗	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	杨薇	销售岗	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	王宇飞	销售岗	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	王一菲	销售岗	18040060359	wyf@swsc.com.cn

	马冰竹	销售岗	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	刘艳	销售岗	18456565475	liuyanyj@swsc.com.cn
	高欣	广深销售主管兼销售岗	13923418464	gaoxin@swsc.com.cn
	龚之涵	销售岗	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
广深	文柳茜	销售岗	13750028702	wlq@swsc.com.cn
	林哲睿	销售岗	15602268757	lzh@swsc.com.cn
	黄诗洁	销售岗	18817316880	hsj@swsc.com.cn
