

核心业务延续高质增长， 加快培育第二增长曲线

核心观点

整体来看，25年公司持续聚焦主业提质增效，工业板块收入实现双位数增长，带动公司整体业绩稳健向上。盈利能力较强的工业板块收入占比持续提升，同时费用端管控效果显现，经营质量不断优化。展望26年，公司在“3+2”新战略指引下，将持续夯实药品、健康品等核心业务基本盘，同时通过内涵式增长与外延式扩张并举，加快培育第二增长曲线，看好公司未来持续增长能力。

事件

公司发布 2025 年年度报告

3月31日晚，公司发布2025年年度报告，实现营业总收入411.87亿元，同比增长2.88%；实现归母净利润51.53亿元，同比增长8.51%；实现扣非归母净利润48.65亿元，同比增长7.55%，业绩表现符合我们此前预期。

根据公司年度利润分配预案，公司拟向全体股东每10股派发现金红利15.83元（含税），叠加25年9月完成的特别分红，2025年度累计现金分红总额合计为46.43亿元（含税），占公司2025年度归母净利润的90.09%。

简评

重要财务指标

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	40,033	41,187	42,480	43,874	45,340
YOY(%)	2.4	2.9	3.1	3.3	3.3
净利润(百万元)	4,749	5,153	5,561	5,976	6,435
YOY(%)	16.0	8.5	7.9	7.5	7.7
毛利率(%)	27.9	29.5	30.3	31.1	31.9
净利率(%)	11.9	12.5	13.1	13.6	14.2
ROE(%)	12.2	12.9	12.9	12.9	12.9
EPS(摊薄/元)	2.66	2.89	3.12	3.35	3.61
P/E(倍)	20.6	19.0	17.6	16.4	15.2
P/B(倍)	2.5	2.4	2.3	2.1	2.0

资料来源：iFinD，中信建投证券

云南白药 (000538.SZ)

维持

买入

袁清慧

yuanqinghui@csc.com.cn

SAC 编号:S1440520030001

SFC 编号:BPW879

刘若飞

liuruofei@csc.com.cn

SAC 编号:S1440519080003

SFC 编号:BVX723

袁全

yuanquan@csc.com.cn

SAC 编号:S1440523070006

沈兴熙

shenxingxi@csc.com.cn

SAC 编号:S1440525070009

贺菊颖

hejuying@csc.com.cn

SAC 编号:S1440517050001

SFC 编号:ASZ591

发布日期：2026年04月11日

当前股价：54.92元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1个月	3个月	12个月
-2.31/0.38	-4.19/-0.93	-4.29/-29.37

12月最高/最低价(元) 60.24/54.26

总股本(万股) 178,426.26

流通A股(万股) 177,293.34

总市值(亿元) 979.92

流通市值(亿元) 973.70

近3月日均成交量(万) 847.71

主要股东

云南省国有股权运营管理有限公司 26.20%

股价表现



核心业务高质增长，全年业绩符合预期

2025 年，公司实现营业总收入 411.87 亿元，同比增长 2.88%，其中工业收入 160.16 亿元，同比增长 10.7%，占营业收入比重持续提升，业务结构优化带动公司收入逆势增长；实现归母净利润 51.53 亿元，同比增长 8.51%；实现扣非归母净利润 48.65 亿元，同比增长 7.55%，利润端增长较快主要由于：1) 盈利能力较强的工业板块收入占比持续提升；2) 持续优化费用结构。其中 Q4 单季实现营业收入 105.33 亿元，同比增长 4.10%；实现归母净利润 3.76 亿元，同比下降 10.96%；实现扣非归母净利润 3.15 亿元，同比增长 21.86%。**整体来看，公司持续聚焦主业提质增效，收入端在工业板块稳健增长的带动下保持平稳，主业利润增长略有放缓主要受到收入结构变化等影响，核心业务延续高质量增长趋势，业绩符合我们此前预期。**

聚焦主业优化结构，经营质量持续提升

2025 年分事业群来看：

1) 药品事业群：实现营业收入 83.18 亿元，同比增长 12.53%，其中单品销售过亿产品达 10 个。核心白药系列产品延续较好增长，其中云南白药气雾剂销售收入突破 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%；云南白药胶囊、云南白药（散剂）及云南白药创可贴均实现显著增长。此外，公司其他品牌中药也实现亮眼增长，其中植物补益类产品气血康口服液销售收入同比增长约 68%，参苓健脾胃颗粒、蒲地蓝消炎片、血塞通胶囊等产品销售收入均过亿元，其中参苓健脾胃颗粒销售收入同比提升超 53%。

2) 健康品事业群：实现营业收入 67.45 亿元，同比实现平稳增长。在牙膏领域，公司云南白药牙膏稳居国内全渠道市场份额第一，同时深耕口腔护理领域聚焦功能赛道，护龈类作为核心功能赛道保持基本盘稳健，抗敏、美白等功能赛道实现快速增长，儿童等细分功能赛道有序提升。在防脱洗护领域，公司养元青系列销售收入 4.6 亿元，同比增长近 10%，2025 年“618”期间蝉联天猫国货防脱洗发水品牌第一名。此外，公司积极拓展线上渠道，在内容电商、货架电商、即时零售领域发力，带动线上销售同比增长 27%。

3) 中药资源事业群：实现对外收入 17.50 亿元，同比基本持平。公司作为“链主”企业，通过“数智云药”一站式中药材产地直供平台，实现“产地最优成本”与“稳定高品质”同步，全年平台累计交易额突破 21 亿元，带动种植户超 41 万户。此外，公司加快天然植提业务转型，风味香精、联名产品等项目取得突破，核心产品灯盏花素市场竞争力显著提升，香精香料系列产品同比增长 234%。在药事服务方面，公司煎药中心服务 20 余家医疗机构，煎药超过 900 万袋。

4) 省医药公司（商业板块）：实现主营业务收入 238.04 亿元，在外部环境压力下同比略有下滑。公司坚持“控风险”与“抓增长”并重的发展策略，在稳固存量市场的同时，积极拓展创新业务。从产品层面来看，医疗器械、药妆、特医食品等非药业务销售同比增长 11.7%；从渠道层面来看，新特药专业药房业务增长显著，销售同比增长 38.5%。

展望 26 年：新战略引领，聚焦主业寻求突破

展望 26 年，公司迭代升级为“3+2”新战略，在稳住业务基本盘的同时，加快培育第二增长曲线。在四大主营业务方面：**1) 药品事业部：**按照“1+4+N”产业组合思路，围绕伤痛管理核心领域，并聚焦心脑血管、呼吸、消化、泌尿四大重点领域，夯实及培育品牌中药大单品有望在核心云南白药系列、品牌中药的带动下保持稳健增长趋势；**2) 健康品事业部：**持续拓存量、突品类，聚焦抗敏、美白、儿童、洗护等品类，打造技术驱动的第二曲线，同时通过场景化运营和产品二次创新提升复购和黏性，有望推动公司未来几年健康消费产品的持

续放量；3) **中药材资源事业部**：随着公司逐步构建长期稳定、优质可溯的云南道地原料药材供应链体系，持续推进品牌中药材工程，以技术加品牌全面赋能天然植提产品，有望保持较好经营趋势；4) **省医药公司**：公司将持续整合供应链上下游的资源，不断探索新的盈利模式，加快流程化、数字化、智能化建设，并不断提升供应链服务能力，有望推动公司流通业务全年实现持续恢复。除此之外，公司在中药创新方面开展三七、重楼等道地药材育种研究，同时差异化布局创新药，有序推进科学规划的短、中、长期项目，目前在研短期项目涉及二次开发的中药大品种 18 个，开展项目 37 个，未来几年有望逐步为公司业绩带来增量贡献。

整体来看，随着公司主营业务聚焦提质增效，同时全力拓展增量发展空间，重点培育新兴业务单元、打造全新业绩增长点，看好公司未来的持续增长能力。除此之外，公司近两年均实现大比例分红，有望促进公司长期健康发展，持续提振市场信心。

盈利能力稳中有升，经营质量保持健康

2025 年，公司综合毛利率为 29.51%，同比增加 1.61 个百分点，主要由于盈利能力较强的工业板块收入占比提升至 38.89%。销售费用率为 13.64%，同比增加 1.46pp，主要由于线上销售费用增加，线上营收占比提升；管理费用率为 2.48%，同比减少 0.12pp，主要受益于公司持续推进降本增效，控费效果理想；研发费用率为 0.85%，同比基本持平。经营活动产生的现金流量净额为 46.00 亿元，同比增长 7.04%，主要由于本期销售商品、提供劳务收到的现金增加。投资活动产生的现金流量净额同比减少 65.58%，主要由于本期购买理财产品支付的现金增加。其它财务指标基本正常。

盈利预测及投资评级

我们预计，公司 2026 - 2028 年实现营业收入分别为 424.80 亿元、438.74 亿元和 453.40 亿元，归母净利润分别为 55.61 亿元、59.76 亿元和 64.35 亿元，分别同比增长 7.9%、7.5%和 7.7%，折合 EPS 分别为 3.12 元/股、3.35 元/股和 3.61 元/股，对应 PE 分别为 17.6x、16.4x 和 15.2x，维持“买入”评级。

风险分析

1、医院诊疗量恢复不及预期：疫后居家诊疗逐渐得到推广，医院诊疗量或许会受到影响，从而影响处方药的销售，进而影响公司整体利润；2、医药行业政策变化影响：医药集采政策可能导致公司产品降价，或销售出现下滑，进而影响公司收入及盈利预期；3、消费品行业竞争激烈：市场竞争程度加剧等事件可能导致公司产品降价，市场份额降低，进而影响公司收入和盈利能力；4、新进入的股东与管理团队的磨合时间长于市场预期；5、外延并购进度和力度难以预期。

分析师介绍

袁清慧

中信建投研究发展部医药及大健康联席组长，医药行业首席分析师。中山大学理学本科，佐治亚州立大学理学硕士，北卡大学教堂山分校医学院研究学者。曾从事阿尔茨海默、肿瘤相关新药研发，擅长创新药产业研究。2018 年加入中信建投证券研究发展部。

2020 年-2023 年新财富最佳分析师医药行业入围、第 5 名、第 4 名、第 3 名团队核心成员，2024-2025 年证券时报医药行业最佳分析师第 2 名团队核心成员。2024 年-2025 年新浪金麒麟创新药行业最佳分析师第 1 名、第 2 名。

刘若飞

医药消费及生物制品首席分析师，北京大学生物技术硕士，2017 年加入中信建投证券研究发展部。主要覆盖中药、医药商业、生物制品、原料药、CRO、基因测序等细分领域。

2025 年、2024 年、2023 年、2022 年、2021 年新财富最佳分析师评选医药生物行业第二名、第二名、第三名、第四名、第五名团队核心成员。

袁全

中信建投证券医药分析师，耶鲁大学医疗管理硕士，曾就职于瑞士信贷香港投行部，2021 年加入中信建投证券研究发展部，主要负责中药、医美、原料药、医药商业、全球视野研究等细分领域，2024 年、2023 年新财富最佳分析师评选医药生物行业第二名、第三名团队核心成员。

沈兴熙

医药行业分析师，武汉大学健康经济学硕士，2023 年加入中信建投证券研究发展部医药团队，主要覆盖基因检测、药店、医药流通、中药及商保板块。

贺菊颖

中信建投证券医药行业首席分析师，复旦大学管理学硕士，10 年以上医药卖方研究从业经验，善于前瞻性把握细分赛道机会，公司研究深入细致，负责整体投资方向判断。2020 年度新浪财经金麒麟分析师医药行业第七名、新财富最佳分析师医药行业入围、万德最佳分析师医药行业第四名等荣誉。2019 年 Wind “金牌分析师”医药行业第 1 名。2018 年 Wind “金牌分析师”医药行业第 3 名，2018 第一财经最佳分析师医药行业第 1 名。2013 年新财富医药行业第 3 名，水晶球医药行业第 5 名。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的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。A股市场以沪深300指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）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，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）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。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，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证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 朝阳区景辉街16号院1号楼18层
 电话：（8610）56135088
 联系人：李祉瑶
 邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路528号南塔2103室
 电话：（8621）6882-1600
 联系人：翁起帆
 邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心35楼
 电话：（86755）8252-1369
 联系人：曹莹
 邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
 中环交易广场2期18楼
 电话：（852）3465-5600
 联系人：刘泓麟
 邮箱：charleneliu@csci.hk