

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

云南白药(000538)

投资评级

上次评级

唐爱金 医药行业首席分析师
执业编号: S1500523080002
邮箱: tangaijin@cindasc.com

章钟涛 医药行业分析师
执业编号: S1500524030003
邮箱: zhangzhongtao@cindasc.com

相关研究:

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅大厦B座
邮编: 100031

25年达成“增长、增效、增值”目标，短中长期部署多个研发项目

2026年04月15日

事件: 公司发布2025年年报, 2025年公司实现营业收入411.87亿元(同比+2.88%), 归母净利润51.53亿元(同比+8.51%), 扣非归母净利润48.65亿元(同比+7.55%)。其中, 2025Q4单季度公司实现营业收入105.33亿元(同比+4.10%), 实现归母净利润3.76亿元(同比-10.96%), 扣非归母净利润3.15亿元(同比+21.86%), 经营现金流净额1.44亿元(同比-35.80%)。

点评:

- **25年药品事业群增速约13%，分红比例连续4年超90%：①从收入上看，2025年药品事业群收入83.18亿元(同比增长12.53%)，健康品事业群收入67.45亿元，中药资源事业群收入17.5亿元，省医药公司收入238.04亿元。在药品事业群中，单品销售过亿产品10个，过10亿产品2个。核心系列产品销售收入总额超过55亿元(同比增长超18%)，其中云南白药气雾剂销售收入突破25亿元(增长超22%)，云南白药膏销售收入突破12亿元(增长超26%)。在健康品事业群中，2025年养元青洗护产品收入4.6亿元(增长近10%)。②从利润上看，2025年公司归母净利润及扣非归母净利润增速均快于收入增速，一方面系公司毛利率同比提升1.61个百分点(2025年毛利率为29.51%)，另一方面系2025年公司投资收益提升2.66亿元(主要得益于上海医药投资收益有所提升)。③从分红上看，2025年公司分红比例为90.09%(2022-2025年间公司分红比例均在90%以上)，2025年公司股息率为4.58%。**
- **内涵发展与外延发展双轮驱动，短中长期部署多个研发项目：①内涵式发展与外延式发展双轮驱动。在内涵式发展方面，公司持续推进降本增效专项工程，管理体系的有效性不断提升。通过战略采购、中药材保供、仓储物流、精益生产、产销协同等一系列举措，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。在外延式发展方面，2025年公司收购聚药堂，推动中药材产业链协同效率提升，带动省内资源整合和全国布局，为饮片销售和配方颗粒业务拓展奠定了基础。②公司坚持打好中药、创新药两张牌，从短中长期布局多个研发项目。在短期项目中，公司全力布局上市品种二次创新开发、快速药械开发。截至2025年末，公司在研项目涉及二次开发的中药大品种18个，开展项目37个。在中期项目中，公司全力推进创新中药开发，持续打造云南白药透皮制剂明星产品。在贴膏剂项目方面，公司的氟比洛芬凝胶贴膏项目已完成工艺验，洛索洛芬钠凝胶贴膏项目获得临床试验批件，云南白药凝胶贴膏项目完成中试样品制备、完成体外释放行为探索研究及稳定性预研评价，而云南白药热熔胶贴剂项目完成小试研究。在长期项目中，创新药项目聚焦社会需求、科技赋能以核药发展为中心，布局多个创新药物发展。诸如INR101诊断核药项目完成III期临床29家(共32家)研究中心启动，完成239例受试者入组。INR102治疗核药项目完成I/IIa期临床试验低剂量组3例受试者入组给药，中剂量组1例受试者入组**

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 1

给药，2例受试者完成 INR101 筛选。

- **盈利预测：**我们预计公司 2026-2028 年营业收入分别为 426.42 亿元、442.02 亿元、458.55 亿元，同比增速分别约为 3.5%、3.7%、3.7%，实现归母净利润分别为 55.13 亿元、59.87 亿元、65 亿元，同比分别增长约 7%、8.6%、8.6%，对应当前股价 PE 分别为 18 倍、16 倍、15 倍。
- **风险因素：**应收账款回收不及时，融资利率上行，市场竞争加剧，新品上市不及预期，集采降价超预期，联营企业业绩不及预期。

重要财务指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入(百万元)	40,033	41,187	42,642	44,202	45,855
增长率 YoY %	2.4%	2.9%	3.5%	3.7%	3.7%
归属母公司净利润 (百万元)	4,749	5,153	5,513	5,987	6,500
增长率 YoY%	16.0%	8.5%	7.0%	8.6%	8.6%
毛利率%	27.9%	29.5%	29.9%	30.4%	30.9%
净资产收益率ROE%	12.2%	12.9%	13.6%	14.5%	15.5%
EPS(摊薄)(元)	2.66	2.89	3.09	3.36	3.64
市盈率 P/E(倍)	20.68	19.06	17.82	16.40	15.11
市净率 P/B(倍)	2.53	2.45	2.42	2.39	2.35

资料来源: wind, 信达证券研发中心预测; 股价为 2026 年 4 月 14 日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	
流动资产	34,151	34,035	34,446	35,136	35,916	
货币资金	10,888	9,108	9,033	9,089	9,196	
应收票据	930	585	592	614	637	
应收账款	9,923	10,160	10,324	10,605	10,909	
预付账款	304	434	448	461	475	
存货	6,294	6,231	6,292	6,380	6,478	
其他	5,812	7,516	7,756	7,986	8,221	
非流动资产	18,764	20,234	20,637	20,960	21,266	
长期股权投资	12,561	13,228	13,428	13,628	13,828	
固定资产(合计)	3,013	3,274	3,829	4,250	4,534	
无形资产	562	699	703	704	761	
其他	2,628	3,033	2,678	2,378	2,144	
资产总计	52,914	54,269	55,083	56,096	57,183	
流动负债	12,858	12,890	13,128	13,505	13,902	
短期借款	423	183	183	183	183	
应付票据	1,914	1,847	1,826	1,880	1,937	
应付账款	4,758	5,523	5,645	5,811	5,986	
其他	5,763	5,338	5,474	5,631	5,796	
非流动负债	1,190	1,231	1,231	1,231	1,231	
长期借款	2	87	87	87	87	
其他	1,188	1,144	1,144	1,144	1,144	
负债合计	14,048	14,121	14,359	14,736	15,132	
少数股东权益	34	103	142	185	230	
归属母公司股东权益	38,832	40,044	40,582	41,175	41,820	
负债和股东权益	52,914	54,269	55,083	56,096	57,183	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	
营业总收入	40,033	41,187	42,642	44,202	45,855	
同比(%)	2.4%	2.9%	3.5%	3.7%	3.7%	
归属母公司净利润	4,749	5,153	5,513	5,987	6,500	
同比(%)	16.0%	8.5%	7.0%	8.6%	8.6%	
毛利率(%)	27.9%	29.5%	29.9%	30.4%	30.9%	
ROE%	12.2%	12.9%	13.6%	14.5%	15.5%	
EPS(摊薄)(元)	2.66	2.89	3.09	3.36	3.64	
P/E	20.68	19.06	17.82	16.40	15.11	
P/B	2.53	2.45	2.42	2.39	2.35	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	
营业总收入	40,033	41,187	42,642	44,202	45,855	
营业成本	28,865	29,033	29,884	30,766	31,690	
营业税金及附加	243	234	119	124	128	
销售费用	4,880	5,619	5,629	5,746	5,869	
管理费用	1,038	1,020	1,053	1,087	1,123	
研发费用	337	351	362	376	390	
财务费用	-156	-47	-58	-57	-58	
减值损失合计	-131	-200	-200	-200	-200	
投资净收益	777	1,043	890	944	1,000	
其他	239	219	200	200	200	
营业利润	5,712	6,039	6,542	7,104	7,712	
营业外收支	-27	4	-10	-10	-10	
利润总额	5,685	6,043	6,532	7,094	7,702	
所得税	918	853	980	1,064	1,155	
净利润	4,767	5,190	5,552	6,030	6,546	
少数股东损益	18	36	39	42	46	
归属母公司净利润	4,749	5,153	5,513	5,987	6,500	
EBITDA	5,034	5,251	6,951	7,594	8,278	
EPS(当年)(元)	2.66	2.89	3.09	3.36	3.64	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	
经营活动现金流	4,297	4,600	4,916	5,411	5,929	
净利润	4,767	5,190	5,552	6,030	6,546	
折旧摊销	350	414	477	557	634	
财务费用	62	33	15	15	15	
投资损失	-842	-1,104	-890	-944	-1,000	
营运资金变动	14	138	-348	-357	-377	
其它	-54	-72	110	110	110	
投资活动现金流	-1,199	-1,985	0	54	50	
资本支出	-672	-479	-650	-650	-710	
长期投资	-2,847	-1,967	-200	-200	-200	
其他	2,320	460	850	904	960	
筹资活动现金流	-6,978	-4,349	-4,982	-5,409	-5,871	
吸收投资	0	84	0	0	0	
借款	-1,324	-156	0	0	0	
支付利息或股息	-3,876	-1,743	-74	55	107	

研究团队简介

唐爱金，医药首席分析师，浙江大学硕士，曾就职于东阳光药先后任研发工程师及营销市场专员，具备优异的药物化学专业背景和医药市场经营运作经验，曾经就职于广证恒生和方正证券研究所负责医药团队卖方业务工作超9年。

章钟涛，医药分析师，暨南大学国际投融资硕士，超2年医药生物行业研究经历，CPA(专业阶段)，曾任职于方正证券，2023年加入信达证券，主要覆盖中药、医药商业&药店、疫苗。

李春辰，医药研究员，中国药科大学本科，北京大学硕士，1年医药行业研究经历，2025年加入信达证券，主要覆盖创新药、新兴生物技术等领域。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，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人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 15% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。