

白云山 (00874.HK)

增持 (维持评级)

2025 年业绩稳健增长，战略转型持续深化

财务指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入 (百万元)	74,993	77,656	81,349	85,990	91,625
增长率 yoy (%)	-0.7	3.6	4.8	5.7	6.6
归母净利润 (百万元)	2,835	2,983	3,191	3,430	3,650
增长率 yoy (%)	-30.1	5.2	7.0	7.5	6.4
ROE (%)	7.9	7.6	7.7	7.7	7.7
EPS 最新摊薄 (元)	1.74	1.83	1.96	2.11	2.24
P/E (倍)	9.6	9.1	8.5	7.9	7.5
P/B (倍)	0.8	0.7	0.7	0.6	0.6

资料来源：聚源数据，公司财报，长城证券产业金融研究院

事件：2025 年公司实现营收 776.56 亿元 (yoy+3.55%)，实现归母净利润 29.83 亿元 (yoy+5.21%)，实现扣非归母净利润 23.63 亿元 (yoy+0.29%)；2026Q1 公司实现营收 232.78 亿元 (yoy+3.58%)，实现归母净利润 17.84 亿元 (yoy-2.06%)，实现扣非归母净利润 17.03 亿元 (yoy+1.72%)。

医药商业驱动营收增长，大南药及饮品短期承压。2025 年公司实现营收 776.56 亿元 (yoy+3.55%)，其中医药商业实现营收 569.83 亿元 (yoy+6.21%)，是公司增长的核心引擎，主要得益于批发零售联动、创新药械准入及跨境电商拓展；天然饮品实现营收 96.72 亿元 (yoy-0.34%)，板块基本持平，公司通过渠道优化、品牌焕新 (国际罐、WALOVI 标识) 及多元化产品布局 (刺柠吉、海盐荔枝等) 为中长期蓄力；现代中药实现营收 67.76 亿元 (yoy-6.54%)，化药科技实现营收 24.82 亿元 (yoy-4.13%)，主要因部分产品集采到期续标竞争加剧、医保控费及渠道去库存，但消渴丸、阿莫西林系列等产品等核心品种仍实现较快增长。

毛利率结构性改善，高毛利板块盈利能力提升。2025 年公司毛利率/归母净利率分别为 16.24%/3.84%，分别同比-0.46/+0.06pct，主要因低毛利的医药商业占比提升。但高毛利板块盈利能力显著优化：化药科技/天然饮品/现代中药毛利率分别为 57.24%/45.33%/41.94%，分别同比+7.35/+2.21/-1.96pct。费用端，2025 年公司销售/管理/研发/财务费用率分别为 7.50%/3.23%/0.85%/0.36%，分别同比 +0.01/+0.02/-0.17/+0.31pct，费用端整体保持稳健，公司持续强化成本控制与运营效率。

战略转型成效显著，研发、国际化、资本运作多点开花。研发方面，1.1 类抗肿瘤新药 BYS10 片进入临床试验阶段，冻干人用狂犬病疫苗获批上市，在研项目 160 余项 (其中 1 类创新药 9 项)。国际化方面，小柴胡颗粒获澳门注册，安宫牛黄丸获越南注册，王老吉国际品牌“WALOVI”多国发布，海外本土化运营启动。资本运作方面，公司参设广药二期基金等多支产业基金；广药二期基金收购南京医药股份，王老吉药业收购采善堂；白云山汉方完成混改，广州医药新三板挂牌。

投资建议：公司四大业务板块协同发展，医药商业提供稳健现金流，大健康与大南药有望逐步企稳，研发管线及国际化布局打开长期空间，2025 年分红的股利支付率提升至 46.32%。我们预计公司 2026-2028 年实现营收 813.49/859.9/916.25 亿

股票信息

行业	医药
2026 年 04 月 29 日收盘价 (港元)	16.87
总市值 (百万港元)	27,427.09
流通市值 (百万港元)	3,709.71
总股本 (百万股)	1,625.79
流通股本 (百万股)	219.90
近 3 月日均成交额 (百万港元)	24.54

作者



分析师 刘鹏

SAC: S1070520030002
邮箱: liupeng@cgws.com

分析师 袁紫馨

SAC: S1070524090004
邮箱: yuanzixin@cgws.com

相关研究

- 《25Q3 利润增速亮眼，战略转型持续推进》
2025-10-30
- 《25Q2 收入利润双增，中期分红延续》
2025-08-19

元, 分别同比增长 5%/6%/7%; 实现归母净利润 31.91/34.3/36.5 亿元, 分别同比增长 7%/7%/6%; 对应 PE 估值分别为 8.5/7.9/7.5X, 维持“增持”评级。

风险提示: 行业监管政策变化、行业竞争加剧、产品销售不及预期、原材料价格波动、大健康饮品竞争加剧、海外市场拓展风险。

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	57762	61518	63174	64081	66466
现金	18273	14940	16270	13758	14660
应收票据及应收账款	16280	17341	21397	22143	22553
其他应收款	994	1186	1097	1316	1255
预付账款	578	970	652	1063	764
存货	12812	13138	14065	14736	16006
其他流动资产	8826	13943	9694	11065	11228
非流动资产	23921	22993	23786	23600	23972
长期股权投资	1507	1584	1784	1996	2220
固定资产	5531	6733	6654	6593	6554
无形资产	3199	3186	3250	3311	3352
其他非流动资产	13684	11490	12098	11699	11845
资产总计	81684	84511	86960	87681	90437
流动负债	38916	39125	39705	38264	38651
短期借款	9123	9558	9708	9420	9139
应付票据及应付账款	16320	17571	17955	17259	16988
其他流动负债	13473	11995	12041	11585	12525
非流动负债	4998	5304	4629	4004	3359
长期借款	2806	3174	2528	1889	1251
其他非流动负债	2193	2130	2101	2116	2108
负债合计	43914	44428	44334	42268	42011
少数股东权益	1865	2295	2378	2467	2562
股本	1626	1626	1626	1626	1626
资本公积	10114	10324	10324	10324	10324
留存收益	24179	25861	28359	31029	33877
归属母公司股东权益	35905	37788	40248	42946	45864
负债和股东权益	81684	84511	86960	87681	90437

现金流量表 (百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	3442	-232	5587	-465	3607
净利润	3001	3061	3274	3519	3745
折旧摊销	696	729	788	851	918
财务费用	38	281	250	243	232
投资损失	-294	-469	-430	-483	-475
营运资金变动	-967	-4367	1598	-4668	-917
其他经营现金流	969	533	107	74	104
投资活动现金流	-5964	-4007	-1174	-158	-816
资本支出	1128	1240	688	799	893
长期投资	-5053	-2631	-200	-212	-224
其他投资现金流	217	-136	-287	853	301
筹资活动现金流	-1006	489	-4791	-1099	-2009
短期借款	1324	435	150	-289	-281
长期借款	-518	368	-646	-639	-637
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	8	210	0	0	0
其他筹资现金流	-1820	-524	-4296	-171	-1090
现金净增加额	-3521	-3747	-379	-1723	783

资料来源: 聚源数据, 公司财报, 长城证券产业金融研究院

利润表 (百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	74993	77656	81349	85990	91625
营业成本	62473	65045	68185	72189	77054
营业税金及附加	297	332	348	368	392
销售费用	5620	5827	6020	6191	6414
管理费用	2408	2509	2616	2768	2952
研发费用	764	662	693	733	781
财务费用	38	281	250	243	232
资产和信用减值损失	-471	-187	-84	-97	-104
其他收益	343	258	313	304	292
公允价值变动收益	25	-19	3	-8	-2
投资净收益	294	469	430	483	475
资产处置收益	11	108	12	12	12
营业利润	3596	3629	3911	4194	4472
营业外收入	40	93	67	80	73
营业外支出	29	32	30	31	31
利润总额	3608	3690	3947	4243	4514
所得税	607	629	673	724	770
净利润	3001	3061	3274	3519	3745
少数股东损益	165	78	83	89	95
归属母公司净利润	2835	2983	3191	3430	3650
EBITDA	4317	4678	4962	5311	5638
EPS (元/股)	1.74	1.83	1.96	2.11	2.24

主要财务比率

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入 (%)	-0.7	3.6	4.8	5.7	6.6
营业利润 (%)	-29.8	0.9	7.8	7.2	6.6
归属母公司净利润 (%)	-30.1	5.2	7.0	7.5	6.4
获利能力					
毛利率 (%)	16.7	16.2	16.2	16.0	15.9
净利率 (%)	4.0	3.9	4.0	4.1	4.1
ROE (%)	7.9	7.6	7.7	7.7	7.7
ROIC (%)	6.0	6.1	6.4	6.6	6.8
偿债能力					
资产负债率 (%)	53.8	52.6	51.0	48.2	46.5
净负债比率 (%)	-9.9	2.8	-5.4	-1.6	-5.2
流动比率	1.5	1.6	1.6	1.7	1.7
速动比率	1.0	0.9	1.1	1.1	1.1
营运能力					
总资产周转率	0.9	0.9	0.95	0.98	1.03
应收账款周转率	4.9	4.8	4.5	4.2	4.3
应付账款周转率	5.3	5.4	5.3	5.4	5.7
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	1.74	1.83	1.96	2.11	2.24
每股经营现金流 (最新摊薄)	2.12	-0.14	3.44	-0.29	2.22
每股净资产 (最新摊薄)	22.08	23.24	24.76	26.42	28.21
估值比率					
P/E	9.6	9.1	8.5	7.9	7.5
P/B	0.8	0.7	0.7	0.6	0.6
EV/EBITDA	8.0	8.5	7.3	7.2	6.4

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，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他人作出邀请。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。在任何情况下，本公司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。长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。长城证券版权所有并保留一切权利。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，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接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

公司评级		行业评级	
买入	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15%以上	强于大市	预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场
增持	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15%之间	中性	预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步
持有	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间	弱于大市	预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场
卖出	预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5%以上		
行业指中信一级行业，市场指沪深 300 指数			

长城证券产业金融研究院

深圳

地址：深圳市福田区福田街道金田路 2026 号能源大厦南塔楼 16 层
邮编：518033
传真：86-755-83516207

上海

地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层
邮编：200126
传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>

北京

地址：北京市宣武门西大街 129 号金隅大厦 B 座 27 层
邮编：100031
传真：86-10-88366686