

## 云南白药 (000538.SZ)

## 买入 (首次评级)

### 业绩符合预期，看好全年稳健向前

财务指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入 (百万元)	40,033	41,187	43,785	45,704	47,650
增长率 yoy (%)	2.4	2.9	6.3	4.4	4.3
归母净利润 (百万元)	4,749	5,153	5,509	5,940	6,407
增长率 yoy (%)	16.0	8.5	6.9	7.8	7.9
ROE (%)	12.3	12.9	12.9	13.6	14.3
EPS 最新摊薄 (元)	2.66	2.89	3.09	3.33	3.59
P/E (倍)	19.8	18.2	17.1	15.8	14.7
P/B (倍)	2.4	2.3	2.2	2.1	2.1

资料来源：聚源数据，公司财报，长城证券产业金融研究院

**2026年一季度业绩符合预期，看好全年稳健向前。** 2026年一季度公司实现营业收入116.03亿元(同比+7.02%)，归母净利润20.37亿元(同比+5.31%)，扣非归母净利润19.65亿元(同比+4.12%)。截至2026年一季度末公司应收账款与应收票据的周转天数为90.19天，同比下降5.13天，相比同行业水平较高主要系批发零售占比高所致。我们预计在公司强大的品牌品种力与营销体系带动下，2026年业绩有望实现稳健增长。

**分红率连续4年超90%，强化投资者回报。** 公司现金分红率2025年为90.09%，较2024年持平，且已连续4年超过90%。我们预计公司在优秀的经营数据与强大的经营信心下，有望持续以高比例、高频次向股东分红，强化投资者回报。

**品牌优势突出。** 云南白药是拥有124年历史的中华老字号民族品牌，公司以云南白药品牌为核心，逐步从药品品牌延伸至个人健康护理产品品牌、原生药材品牌及大健康产品品牌的多(子)品牌格局，形成了丰富的品牌族群，长期、持续扩大品牌触达人群，提升品牌价值。

**渠道优势明显。** 在药品方面，公司营销网络覆盖全国各省、区、县、乡镇的医疗机构和零售药店，并在线上市场同步发力。打造“云鼎经纬”生态合作模式，构建短链扁平、数智驱动的一级经销商直供模式，实现产品从生产到药店的点对点直达，更好地进行“品牌+渠道+服务”三位一体的生态管理模式，持续强化溯源管理及动销管控，打造医药行业渠道管理的企业标杆。OTC渠道方面，全国锁定服务5千家头部连锁，覆盖超过40万家门店；医疗机构方面，覆盖全国超1.2万家医院(含基层医疗机构)；线上市场方面，精准锚定O2O渠道“即时性”发展趋势，构建“站内+站外”全域协同矩阵，与主要电商开展了广泛合作，通过定制化数字营销实现对现代消费者的高效触达。在健康品方面，公司具有覆盖到终端的、布局完善的全国性大健康产品销售团队，云南白药牙膏市场份额在国内继续保持领先，在口腔品类拥有较高品牌渗透力。公司通过不断优化全链路渠道，一方面夯实传统线下渠道优势，另一方面对即时零售、社区团购、兴趣电商等新兴业态保持高度关注，坚持大胆试新，进化商业洞察敏捷性。云南白药的渠道优势极大提升了公司的市场竞争能力，同时为持续的新产品商业化开发奠定了基础。

**稀缺的全产业布局中药企业。** 云南白药立足“云药资源高质量发展的‘链主’企业”

#### 股票信息

行业	医药
2026年05月06日收盘价(元)	52.65
总市值(百万元)	93,941.43
流通市值(百万元)	93,344.94
总股本(百万股)	1,784.26
流通股本(百万股)	1,772.93
近3月日均成交额(百万元)	414.24

#### 作者



分析师 吴天昊

SAC: S1070526040003

邮箱: wutianhao@cgws.com



分析师 丁健行

SAC: S1070526040001

邮箱: dingjianxing@cgws.com

#### 相关研究

的战略定位,充分发挥链主企业责任担当,依托云南省道地药材资源优势 and 区位优势,发挥云南白药在生产、技术、渠道和品牌上的优势和影响力,以及龙头型企业在产业发展上的示范、引领和带动作用,以“1个中药材产研销一体化数智平台+1个新型的中药材产地专业化市场+多元协同”的“1+1+N”模式搭建中药材数字化管理与运营全产业链生态体系,推动中药材产业标准化、规模化、品牌化、数智化,将资源优势转化为产业竞争优势及长期可持续发展优势,实现用云南“好药材”,支撑中国“好中药”。公司在战略大品种中药材领域的长期、持续投入,实现了从种苗选育、药材种植到生产加工的全程、全产业链闭环,打造了稳固的公司战略药材的长期供应体系,能够有效确保中药材原料的品质稳定,也能够有效控制战略中药材原料的价格波动风险,为云南白药的长期、可持续发展奠定了坚实的基础。

**差异化布局创新药,强化创新驱动。**短期项目方面,公司全力布局上市品种二次创新开发、快速药械开发,包括白药系列、气血康、宫血宁、舒列安胶囊。中期项目方面,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。长期项目中,截至2025年底,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例受试者入组给药,2例受试者完成INR101筛选;INB301治疗肿瘤恶病质单抗项目完成临床前药理学、毒理、药代等研究,新药临床试验申请(IND)正式获得国家药品监督管理局药品审评中心(CDE)受理,并被纳入创新药审评审批快速通道。

**给予“买入”评级。**我们预计2026-2028年归母净利润55.09/59.40/64.07亿元,同比+6.9%/+7.8%/+7.9%,EPS为3.09/3.33/3.59元,对应PE17.1x/15.8x/14.7x。考虑到公司具有较强的品牌优势和渠道优势,首次覆盖,给予“买入”评级。

**风险提示:**集采等政策调整风险、消费复苏不及预期、市场竞争加剧、普药系列放量不及预期

## 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
<b>流动资产</b>	34151	34035	35702	36329	36463
现金	10888	9108	9302	10457	8953
应收票据及应收账款	10853	10745	11607	11463	12322
其他应收款	108	407	469	445	508
预付账款	304	434	362	469	484
存货	6294	6231	6975	6445	7178
其他流动资产	5703	7109	6989	7049	7019
<b>非流动资产</b>	18764	20234	21429	22996	24468
长期股权投资	12561	13228	14746	16457	18058
固定资产	3014	3275	3263	3226	3170
无形资产	587	797	765	733	701
其他非流动资产	2601	2934	2655	2580	2539
<b>资产总计</b>	52914	54269	57131	59325	60931
<b>流动负债</b>	12858	12890	12825	13770	14073
短期借款	423	183	303	243	273
应付票据及应付账款	6672	7370	7113	7878	8383
其他流动负债	5763	5338	5409	5649	5417
<b>非流动负债</b>	1190	1231	1269	1283	1292
长期借款	2	87	103	128	132
其他非流动负债	1188	1144	1166	1155	1160
<b>负债合计</b>	14048	14121	14094	15053	15366
少数股东权益	34	103	133	170	207
股本	1784	1784	1784	1784	1784
资本公积	17637	17632	17632	17632	17632
留存收益	19512	20733	21287	21884	22529
归属母公司股东权益	38832	40044	42904	44102	45358
<b>负债和股东权益</b>	52914	54269	57131	59325	60931

### 现金流量表 (百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>经营活动现金流</b>	4297	4600	3381	6816	4425
净利润	4767	5190	5539	5977	6444
折旧摊销	267	301	276	287	256
财务费用	-156	-47	-43	-45	-45
投资损失	-777	-1043	-910	-976	-943
营运资金变动	-59	138	-1600	1555	-1355
其他经营现金流	255	60	119	19	69
<b>投资活动现金流</b>	-1199	-1985	-541	-700	-686
资本支出	675	480	-18	128	134
长期投资	-2847	-1468	-1518	-1711	-1601
其他投资现金流	2323	-37	959	1139	1049
<b>筹资活动现金流</b>	-6978	-4349	-2646	-4960	-5244
短期借款	-1324	-241	120	-60	30
长期借款	0	84	16	25	4
普通股增加	-13	0	0	0	0
资本公积增加	-609	-5	0	0	0
其他筹资现金流	-5032	-4188	-2783	-4925	-5278
<b>现金净增加额</b>	-3876	-1743	194	1156	-1505

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
<b>营业收入</b>	40033	41187	43785	45704	47650
营业成本	28865	29033	31034	32209	33378
营业税金及附加	243	234	257	264	278
销售费用	4880	5619	5504	5731	5842
管理费用	1038	1020	1095	1143	1191
研发费用	337	351	372	388	405
财务费用	-156	-47	-43	-45	-45
资产和信用减值损失	-131	-200	-166	-183	-174
其他收益	102	101	101	101	101
公允价值变动收益	137	110	124	117	120
投资净收益	777	1043	910	976	943
资产处置收益	0	8	4	6	5
<b>营业利润</b>	5712	6039	6539	7032	7597
营业外收入	15	25	20	23	21
营业外支出	42	21	31	26	29
<b>利润总额</b>	5685	6043	6528	7029	7589
所得税	918	853	989	1052	1145
<b>净利润</b>	4767	5190	5539	5977	6444
少数股东损益	18	36	30	37	37
<b>归属母公司净利润</b>	4749	5153	5509	5940	6407
EBITDA	5793	6278	6749	7255	7786
EPS (元/股)	2.66	2.89	3.09	3.33	3.59

### 主要财务比率

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>成长能力</b>					
营业收入 (%)	2.4	2.9	6.3	4.4	4.3
营业利润 (%)	18.2	5.7	8.3	7.5	8.0
归属母公司净利润 (%)	16.0	8.5	6.9	7.8	7.9
<b>获利能力</b>					
毛利率 (%)	27.9	29.5	29.1	29.5	30.0
净利率 (%)	11.9	12.6	12.7	13.1	13.5
ROE (%)	12.3	12.9	12.9	13.6	14.3
ROIC (%)	11.5	12.5	12.5	13.2	13.9
<b>偿债能力</b>					
资产负债率 (%)	26.5	26.0	24.7	25.4	25.2
净负债比率 (%)	-24.4	-19.8	-18.7	-21.0	-17.0
流动比率	2.7	2.6	2.8	2.6	2.6
速动比率	2.0	2.0	2.1	2.1	2.0
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8
应收账款周转率	4.0	4.1	4.2	4.2	4.3
应付账款周转率	6.3	5.6	6.0	6.2	6.0
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益 (最新摊薄)	2.66	2.89	3.09	3.33	3.59
每股经营现金流 (最新摊薄)	2.41	2.58	1.90	3.82	2.48
每股净资产 (最新摊薄)	21.76	22.44	23.95	24.50	25.09
<b>估值比率</b>					
P/E	19.8	18.2	17.1	15.8	14.7
P/B	2.4	2.3	2.2	2.1	2.1
EV/EBITDA	14.1	13.0	12.1	11.1	10.6

## 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