

伤科国药代表，成长与稳定性俱佳

——云南白药首次覆盖报告

公司深度

● 伤科国药代表，百年中药品牌底蕴

云南白药起源于 1902 年彝族名医曲焕章先生博采众长，成功创制出对伤科有特效的“百宝丹”，也是国家中药绝密配方的唯二品种之一（片仔癀和云南白药）。云南白药止血化瘀、消肿止痛功效深入人心，问世百多年来，云南白药以其独特、神奇的功效被誉为“中华瑰宝，伤科圣药”，是国内伤科精品国药代表，品牌底蕴深厚。

经过多年发展，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，形成了药品事业群、健康品事业群、中药资源事业群和医药商业事业群四大事业群经营格局。

● 成长性：整体平稳掩盖下的分部成长，白药系列快速增长

近年来，公司整体营收虽然仅保持约 3% 的年复合增速成长，但公司白药核心系列营收高成长，尤其是云南白药气雾剂品种连续多年保持快速增长。药品事业群形成以白药系列为核心的“1+4+N”产品组合发展思路，销售额从 2022 年的 59.8 亿元，逐年提升到 2025 年 83.2 亿元，2022-2025 年复合增速（CAGR）约为 11.6%；其中 2025 年同比增长 20.1%。药品事业群在公司整体营收中占比提升到 2025 年 20.2%（2022 年为 16.4%）。核心白药系列成长性更佳，2025 年公司白药核心系列营收超过 55 亿元，同比增长超 18.0%，占药品事业部总营收的 66%；其中，云南白药气雾剂营收突破 25 亿元，同比增长 22%；云南白药膏销售额突破 12 亿元，同比增长超 26%，两大核心品种占白药系列销售额 67% 左右。2021-2025 年，核心品种云南白药气雾剂营收从 12.5 亿元逐年快速提升到 25 亿元，四年完成销售额翻倍增长，年均保持 20% 左右的高速增长。

● 稳定性：健康品业务极强的盈利能力贡献稳定现金流

公司健康品业务主力产品为云南白药系列牙膏和养元青洗护系列，具有较强的盈利能力，贡献公司稳定现金流。2022-2025 年，公司健康品事业群营收平稳增长，2022 年营收首次突破 60 亿元大关，2025 年营业收入达到 67.5 亿元，2021-2025 年营收年复合增长 3.4% 左右，营收增长相对平稳。利润端，近年来健康品事业部净利润稳定在 21 亿元左右（不考虑品牌使用费），净利润率保持在 31% 以上，高利润率彰显健康品事业部极强盈利能力，为公司贡献稳定现金流。

● 盈利预测与投资评级

盈利预测：我们预测公司 2026-2028 年，公司营业总收入分别为 430.8/451.6/474.3 亿元，分别同比增长 4.6%/4.8%/5.0%；毛利率分别为 30.4%/31.3%/32.3%；根据我们的财务预测模型，公司归母净利润分别为 57.3/63.9/71.1 亿元，分别同比增长 11.2%/11.5%/11.2%。

估值与投资评级：公司为精品国药传承代表企业，我们选取同为精品国药的生产企业片仔癀、同仁堂、达仁堂进行估值比较，可比公司业务模式类似，

推荐（首次评级）

李志新（分析师）

lizhixin@cctgsc.com.cn

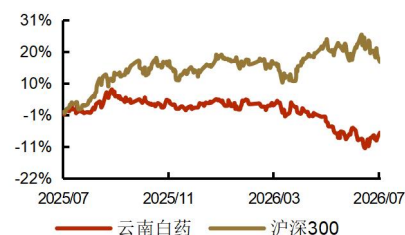
登记编号：S0280523110001

市场数据

时间 2026.07.13

收盘价(元):	49.75
一年最低/最高(元):	46.29/60.69
总股本(亿股):	17.84
总市值(亿元):	887.67
流通股本(亿股):	17.73
流通市值(亿元):	882.03
近 3 月换手率(%):	31.03

股价一年走势



相关报告

均含医药工业和医药商业分部。

据 Wind 一致预期, 2026 年可比公司平均 PE 倍数为 28X, 云南白药 PE(2026E) 仅 15X, 估值显著低于可比公司均值, 另公司连续四年股利支付率 90% 以上, 按当前股价计算 (7 月 13 日收盘价 49.75 元), 2025 年每股派息 2.6 元, 折合股息率 5.22%, 显著高于可比公司 (片仔癀 2.36%、同仁堂 2.03%), 公司估值显著低于可比公司, 股息率高于可比公司, 首次覆盖给予 “推荐” 评级。

● **风险提示:** 1、白药系列 (喷雾剂、白药膏等) 销售规模已较大, 疼痛伤口领域市占率较高, 未来成长性下降风险; 2、健康品业务白药牙膏市占率连续多年国内领先, 且产品价格相对高端, 未来市场竞争加剧、社零消费下降带来的盈利压力; 3、在研核药等创新药临床进度、结果不及预期风险; 4、系统风险。

财务摘要和估值指标 (2026.07.13)

指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	40,033	41,187	43,083	45,157	47,429
增长率(%)	2.4	2.9	4.6	4.8	5.0
净利润(百万元)	4,749	5,153	5,730	6,390	7,107
增长率(%)	16.0	8.5	11.2	11.5	11.2
毛利率(%)	27.9	29.5	30.4	31.3	32.3
净利率(%)	11.9	12.5	13.3	14.2	15.0
ROE(%)	12.3	12.9	13.4	13.8	14.0
EPS(摊薄/元)	2.66	2.89	3.21	3.58	3.98
P/E	26.1	21.3	15.2	13.6	12.3
P/B	2.8	2.5	2.0	1.9	1.7

资料来源: Wind、诚通证券研究所, 股价时间为 2026 年 07 月 13 日

投资要件

盈利预测、估值与评级

1) **盈利预测**：我们预测公司 2026-2028 年，公司营业总收入分别为 430.8/451.6/474.3 亿元，分别同比增 4.6%/4.8%/5.0%；毛利率分别为 30.4%/31.3%/32.3%；根据我们的财务预测模型，公司归母净利润分别为 57.3/63.9/71.1 亿元，分别同比增 11.2%/11.5%/11.2%。

2) **估值与投资评级**：公司为精品国药传承代表企业，我们选取同为精品国药的生产企业片仔癀、同仁堂、达仁堂进行估值比较，可比公司业务模式类似，均含医药工业和医药商业分部。

据 Wind 一致预期，2026 年可比公司平均 PE 倍数为 28X，云南白药 PE(2026E) 仅 15X，估值显著低于可比公司均值，另公司连续四年股利支付率 90%以上，按当前股价计算（7 月 13 日收盘价 49.75 元），2025 年每股派息 2.6 元，折合股息率 5.22%，显著高于可比公司（片仔癀 2.36%、同仁堂 2.03%），公司估值显著低于可比公司，股息率高于可比公司，首次覆盖给予“推荐”评级。

关键假设

我们按公司主营业务四大事业群分别给予营收增速和毛利率假设，如下：

1) **药品事业群**：白药系列为公司核心品种，主力产品包括白药气雾剂、白药膏、白药胶囊和散剂等，2023-2025 年白药系列产品在白药气雾剂和白药膏带领下，营收保持快速增长，营收增速分别为 15.7%、32.1%和 18.0%，毛利率约为 70%左右（2023 年为 70.6%），2025 年白药系列营收占药品事业群 66%左右；其他长尾产品营收虽然年度略有波动，但近四年来基本稳定在年均 28 亿元左右，2025 年增速 24.5%。2026-2028 年，我们分别假设白药系列年均营收增速为 15%，毛利率为 70.6%；其他长尾药品营收增速为 10%，毛利率为 65.0%；综合药品事业群 2026-2028 年营收增速分别为 15.3%、14.3%和 13.6%。毛利率为 68.8%。

2) **健康品事业部**：健康品事业部主力产品为白药系列牙膏和养元青洗护产品，近年来白药牙膏系列营收基本稳定小个数增长（年均 1.5%左右），养元青等保持相对较快增速，2024-2025 年增速分别为 30.3%和 9.0%。2026-2028 年，我们分别假设白药产品营收年均增长 2%，养元青等年均增长 10%，综合健康品事业部营收年均增速约为 2.5%左右，与 2024-2025 年营收增速基本相当，毛利率均保持稳定为 68.0%。

3) **中药资源事业部**：近三年（2023-2025 年）中药资源事业部营收基本稳定在 17.5 亿元左右。2026-2028 年我们中药资源事业部营收年均增长 5%，毛利率维持稳定在 14.0%左右。

4) **医药商业**：近三年（2023-2025 年），公司医药商业业务营收基本稳定在 250 亿元左右，年均增长 2%左右，省医药公司贡献主要收入。2026-2028 年，我们假设医药商业分部营收年均增长 2%，毛利率稳定为 6.3%。

5) **其他补充**：营收规模较小，2026-2028 年，我们假设营收年增长 5%，毛利率稳定保持 40%。

我们与市场的观点的差异

回归到聚焦主业经营的大道上来。由于证券投资、跨界并购和经营内控等问题，

公司曾经出现连续多年公允价值变动损失（股权投资损失）、资产减值（商誉）和信用减值（应收账款减值）等多重非经营和经营性损失，严重侵蚀公司主业经营利润。截至 2025 年末，公司已经完成全部证券投资出售、并购（云白国际）带来的巨额商誉基本计提充分，资产和信用减值率逐渐回归正常水平，公司已经完成回归到聚焦主业经营的正道上来，深厚的主业品牌底蕴、充沛的现金流，公司已经连续四年股利支付率超过 90%，股息率超 5%，成为低估值高股息率的优质投资标的。

股价上涨的催化因素

社零消费恢复和走强（公司健康品业务白药牙膏和养元青洗护相关）；主力产品云南白药（喷雾剂、膏）销售超预期；公司在研核药创新药临床进度和结果超预期。

投资风险

- 1、白药系列（喷雾剂、白药膏等）销售规模已较大，疼痛伤科领域市占率较高，未来成长性下降风险；
- 2、健康品业务白药牙膏市占率连续多年国内领先，且产品价格相对高端，未来市场竞争加剧、社零消费下降带来的盈利压力；
- 3、在研核药等创新药临床进度、结果不及预期风险；
- 4、系统风险。

目 录

1、 伤科国药代表，成长与稳健俱佳	7
1.1、 公司概况：精品伤科国药代表	7
1.2、 主业经营：四大事业群协同共进	7
1.3、 股权结构：探索所有制混改先行者，主要股东持股均衡	9
2、 药品事业群：白药系列为核心，传统伤科国药高成长	10
2.1、 以白药系列为核心品种，1+4+N 产品组合发展思路	10
2.2、 总营收平稳掩盖下白药核心系列品种高成长	12
3、 健康品事业群：云南白药牙膏+养元青，高利润率彰显强悍盈利能力	13
3.1、 云南白药牙膏+养元青洗护，国药日化衍生产品成功典范	13
3.2、 健康品事业部营收平稳增长，高利润率彰显强盈利能力	13
4、 中药资源事业群：药材好药才好，云南省中药材“链主”企业	15
4.1、 云南特色药用资源得天独厚，中药材 GAP 种植和流通全国领先	15
4.2、 中药资源事业部从初期探索走向成熟模式阶段	15
5、 医药商业事业群：以省医药有限为大本营，参股上海医药全国性商业龙头	17
5.1、 省医药公司是公司医药商业业务基本盘	17
5.2、 从云南省走向全国，参股全国性医药商业龙头上海医药	18
6、 盈利预测及投资评级	18
6.1、 关键假设及盈利预测	18
6.2、 估值及投资评级	20
7、 风险提示	21
附：财务预测摘要	22

图表目录

图 1： 云南白药百年发展历史脉络梳理	7
图 2： 2022-2025 年云南白药四大事业群营收及增速	8
图 3： 2025 年云南白药营收结构拆分	8
图 4： 2023-2025 年云南白药四大事业群利润贡献拆分测算	9
图 5： 云南白药（000538.SZ）股权结构及业务架构	10
图 6： 2022-2025 年药品事业群营收及增速	12
图 7： 白药核心系列品种一览	12
图 8： 2022-2025 年白药系列及气雾剂品种营收高成长	12
图 9： 2025 年云南白药药品事业群产品营收结构	12
图 10： 云南白药口腔健康产品系列——云南白药牙膏	13
图 11： 云南白药洗护产品系列——养元青	13
图 12： 2021-2025 年健康品事业部营收及净利润	14
图 13： 2025 年健康品事业部产品营收结构	14
图 14： 2021-2025 年养元青洗护产品高成长	14
图 15： 云南省特色药用资源得天独厚	15
图 16： 2014-2026 年中药材价格指数趋势一览	16
图 17： 2014-2026 年三七（不限品规）价格指数走势	16
图 18： 2021-2025 年中药资源事业部外销售收入及同比增速	17
图 19： 2021-2025 年医药商业分部营收及增速	17
图 20： 2021-2025 年省医药公司营收及净利润率	17

图 21： 2022-2025 年公司从联营和合营企业获得投资收益不断增长 18

表 1： 云南白药药品事业群主要药品品种一览 10

表 2： 云南白药主营业务关键假设及营收拆分 19

表 3： 可比公司估值比较 21

1、 伤科国药代表，成长与稳健俱佳

1.1、 公司概况：精品伤科国药代表

云南白药的百年历程，是一部从传统民间秘方到现代化、国际化医药健康领军企业的蜕变史。

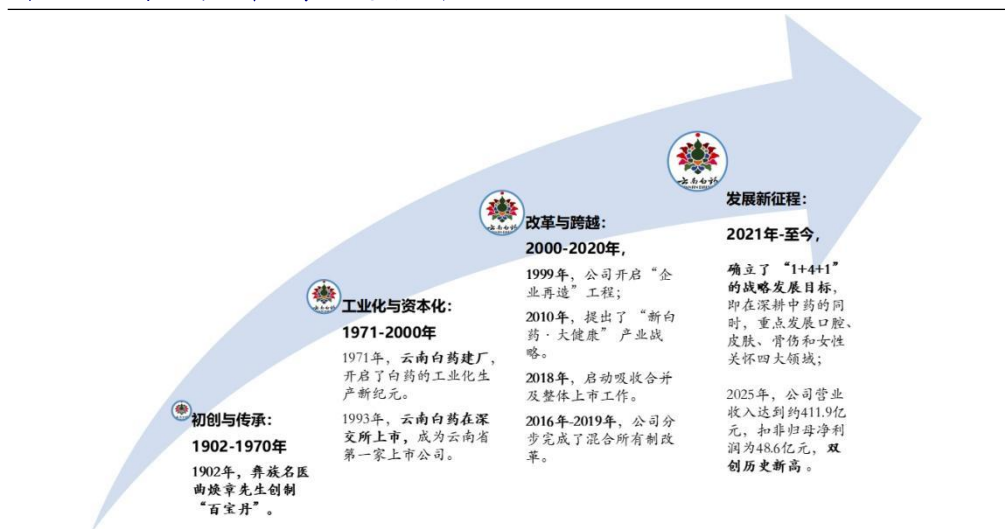
初创与传承（1902-1970 年）：1902 年，彝族名医曲焕章先生博采众长，成功创制出对伤科有特效的“百宝丹”，这便是云南白药的前身。1955 年，曲焕章先生的遗孀缪兰英女士将“曲焕章万应百宝丹”的秘方及工艺无偿捐献给国家，体现了高度的社会责任感。

工业化与资本化（1971-2000 年）：1971 年，根据周恩来总理的批示，云南白药专厂正式建成，开启了白药的工业化生产新纪元。1993 年，云南白药在深圳证券交易所挂牌上市，股票代码 000538，成为云南省第一家上市公司，也是中国医药行业早期挂牌上市的前驱之一。1996 年，公司组建为云南白药集团，并实现了对省内大理、文山、丽江等主要制药厂的统一管理。

改革与跨越（2000-2020 年）：1999 年，公司开启“企业再造”工程；2010 年，又提出了“新白药·大健康”产业战略，标志着企业从传统制药向大健康产业的全面转型。2016 年-2019 年，公司分步完成了混合所有制改革，引入新华都和鱼跃医疗等民营资本新鲜血液；2018 年，启动吸收合并及整体上市工作，实现了体制机制的重大创新，以体制机制创新进一步激发了企业发展动能。

新征程（2021 年-至今）：近年来，公司确立了“1+4+1”的战略发展目标，即在深耕中药的同时，重点发展口腔、皮肤、骨伤和女性关怀四大领域，并积极推进数字化建设。2025 年，公司营业收入达到约 411.9 亿元，扣非归母净利润为 48.6 亿元，双创历史新高，企业综合实力迈上新台阶。

图 1： 云南白药百年发展历史脉络梳理



资料来源：公司官网，诚通证券研究所

1.2、 主业经营：四大事业群协同共进

经过多年发展，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，形成了药品事业群、

健康品事业群、中药资源事业群和医药商业事业群四大事业群经营格局。

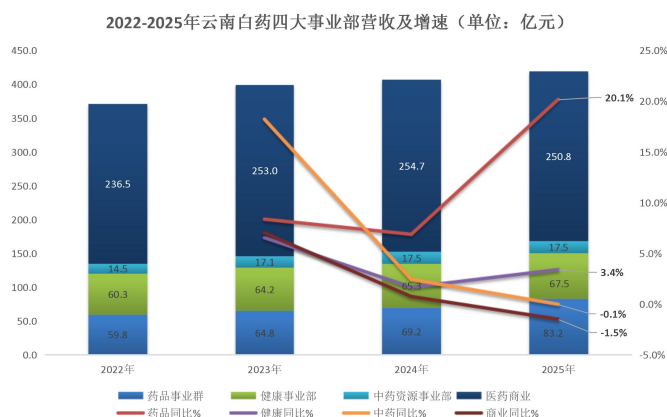
药品事业部：以止血镇痛、消肿化瘀的云南白药系列（如云南白药气雾剂、云南白药膏、云南白药创可贴和云南白药胶囊等）产品为核心，同时重点布局心脑血管、呼吸系统、消化系统、泌尿系统等领域的品牌中药，形成 1 核（白药伤痛管理）+4 个重点领域（心脑血管、呼吸、消化及泌尿）+N 潜力赛道（肿瘤、自免和妇科等）产品组合发展思路。2025 年，药品事业群营收 83.2 亿元，同比增长 12.53%；其中，白药核心系列产品销售收入总额超过 55 亿元，同比增长超 18%，占当年整个药品事业群销售额的 66%左右。

健康品事业群：以牙膏品类为业务核心，开拓口腔护理、养元青防脱洗护新品类。主要产品包括云南白药系列牙膏、养元青洗护等日化产品。据尼尔森零售研究数据，公司云南白药牙膏多年稳居国内全渠道市场份额第一，年销售额约 60 亿元左右；养元青主打防脱洗护功效，近年来销售额也取得快速增长。2025 年，健康品事业群实现营收 67.45 亿元，同比增长 3.4%。

中药资源事业群：云南省拥有丰富的天然药用植物资源库，特有药用植物种类多样性极为丰富。据第三次全国中药资源普查结果显示，全国 12807 种药用生物资源中云南拥有 6559 种，占比 51.2%；全国常规种植中药材品种约 300 种，云南拥有 145 种，占比达 48%；全国大宗药材品种 40 种云南有 10 种，占比达 25%。“无云药，不成方”，名副其实。云南白药集团作为云南省中药材产业“链主”企业，全面推行种植规划、种源研发供应、种植标准、产地加工、购销和管理“六统一”运营模式。2025 年，中药资源事业群实现外部销售收入 17.5 亿元。

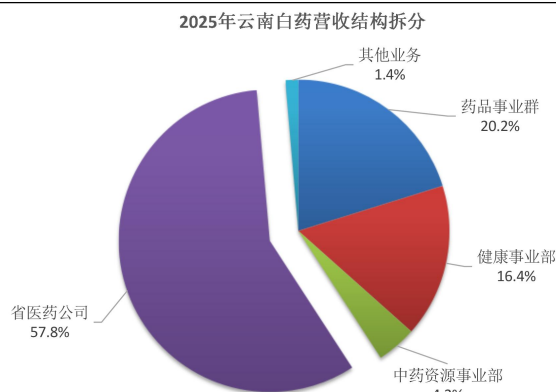
医药商业事业群：商业事业群主要以省医药公司为依托，批发配送与院边店新特药房相结合，近年来公司医药商业营收基本稳定在 250 亿元左右，占公司总体营收 60.9%。其中省医药公司年营收贡献 240 亿元左右，利润率逐年改善，2025 年省医药公司净利润 7.66 亿元，利润率约为 3.2%。另外，还参股上海医药，持股上海医药股份约 17.95%，形成省内云南省医药公司自主经营，参股上海医药全国性流通巨头的商业事业群模式。

图 2： 2022-2025 年云南白药四大事业群营收及增速



资料来源：公司 2022-2025 年年报，诚通证券研究所

图 3： 2025 年云南白药营收结构拆分



资料来源：公司 2025 年年报，诚通证券研究所

四大事业群利润贡献拆分：健康品事业部提供稳健现金流，药品事业部快速成长，省医药公司利润率改善明显。按工业、商业经营分，公司医药工业分部包括药品事业部、健康品事业部和中药资源事业部，商业分部包括省医药公司和参股的上海医药（不

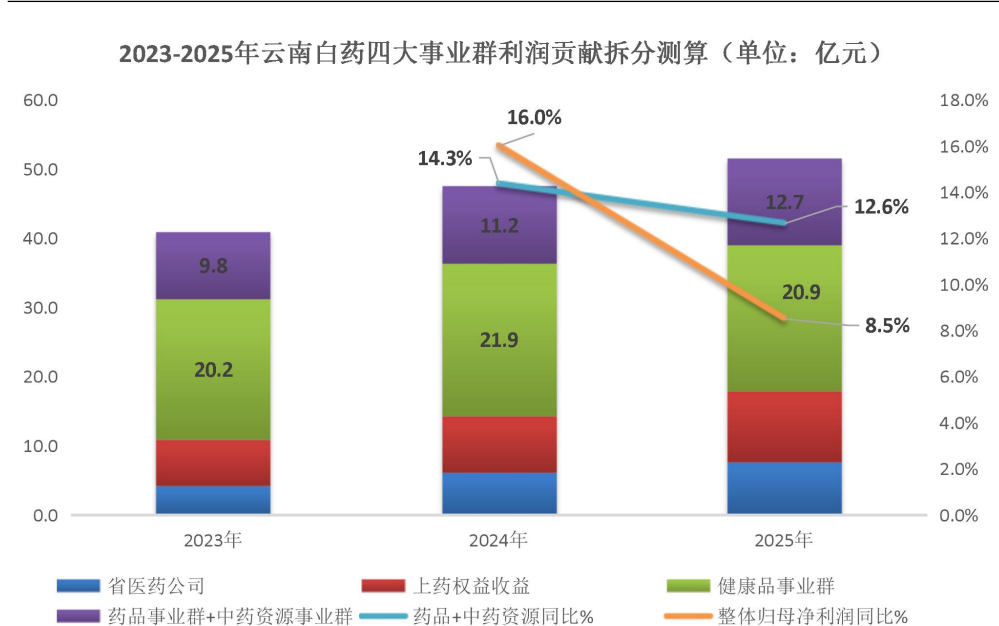
并表)。

公司业务结构持续优化，2025 年工业收入 160.2 亿元，占营业收入比重 38.9%，比重同比上升约 2.8pct（2024 年为 36.1%），工业收入增速达 10.7%。2023 年至今，工业收入占营收比重实现连续增长。

利润贡献拆分：公司 2025 年归母净利润 51.5 亿元，其中参股上海医药按权益法确认投资收入 10.3 亿元左右，省医药公司归母净利润 7.66 亿元左右，医药商业分部上药+省医药公司合计贡献归母净利润在 17.9 亿元左右；据此推算，工业分部贡献公司净利润约 33.6 亿元，其中云南白药健康品有限公司归母净利润 11.3 亿元，如果不考虑品牌使用费，健康品公司 2025 年实现利润 20.9 亿元，药品事业部和中药资源事业部合计贡献 12.7 亿元左右。

2023-2025 年，健康品事业群营收和利润趋于稳定，不考虑品牌使用费，年均为公司贡献 21 亿元左右净利润，为公司提供稳定现金流；药品事业群近年来营收稳健增长，我们测算利润端保持约 14%左右的双位数增长；省医药公司经营改善明显，虽然营收端基本稳定，但是利润率显著提升，从 2023 年的 1.68%提升到 2025 年的 3.21%。

图 4： 2023-2025 年云南白药四大事业群利润贡献拆分测算



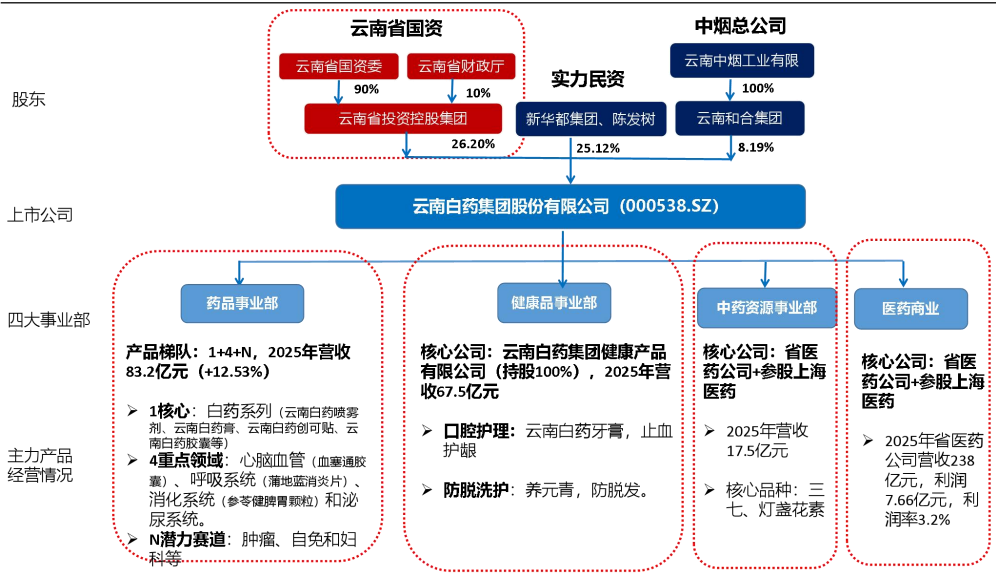
资料来源：公司 2023-2025 年报，诚通证券研究所

1.3、股权结构：探索所有制混改先行者，主要股东持股均衡

两步法完成所有制混改。云南白药的混合所有制改革通过“两步走”策略完成：**第一步是白药控股层面的增资扩股**，引入民营资本形成股权制衡；2016 年-2017 年，白药控股先后采用增资扩股的方式分两轮引入战略投资者，最终云南国资委、新华都集团和鱼跃医疗在白药控股中股权比例为 45:45:10，形成国有资本与民营资本“均不控股、共存共进”的制衡结构；同时，引入的民营资本需承诺股权锁定 6 年，确保长期合作。**第二步是上市公司反向吸收合并白药控股，实现整体上市**，最终形成国有资本与民营资本并列第一大股东的创新股权结构。混改后，公司管理层“去行政化”，市场化聘任职业经理人，并在 2019 年和 2020 年先后推出员工持股计划和股权激励计划，上千名核心骨干利益与公司绑定，成为省级国企混改试点探索先行者。

主要股东持股相对均衡。截至 2025 年年报，云南省国资通过云南省投资控股集团持股公司 26.2%股权，为公司第一大股东；新华都集团、陈发树和 25 新华都 EB01 担保及信托财产专户共持股公司 25.12%股权，中烟系云南和合集团持股公司 8.19%股权，国资、民资主要股东持股结构相对均衡。

图 5： 云南白药（000538.SZ）股权结构及业务架构



资料来源：Wind，诚通证券研究所

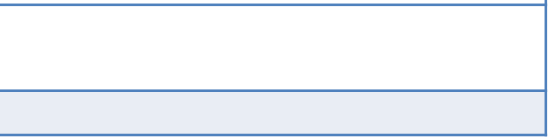
2、 药品事业群：白药系列为核心，传统伤科国药高成长

2.1、 以白药系列为核心品种，1+4+N 产品组合发展思路

药品事业群承接公司“伤科疼痛全领域管理的‘第一’品牌”的战略定位。在医药产品领域，公司已经拥有 567 个药品批准文号、316 个品种，其中含 222 个中成药品种，包括 43 个独家品种。公司以止血镇痛、消肿化瘀的云南白药系列（如云南白药气雾剂、云南白药膏、云南白药创可贴等）产品为核心，同时重点布局心脑血管、呼吸系统、消化系统、泌尿系统、妇科系统等领域的品牌中药，远期储备及孵化肿瘤领域、自身免疫领域的相关药品。形成 1 核心（白药系列）+4 个重点领域（心脑血管、呼吸、消化及泌尿）+N 潜力赛道（肿瘤、自免和妇科等）产品组合发展思路。

表 1： 云南白药药品事业群主要药品品种一览

大类	疾病领域	主力品种	代表品种
1 核心	伤科：止血镇痛、消肿化瘀	云南白药气雾剂、云南白药膏、云南白药胶囊、云南白药创可贴、云南白药汀等	

4 重点领域	心脑血管	血塞通系列（胶囊、注射液、分散片）、气 血康口服液、银杏叶片、宁心宝胶囊、益脉 康片等	
	呼吸系统	蒲地蓝消炎片、感冒止咳胶囊、小柴胡颗粒、 四季感冒片等	
	消化系统	香砂养胃片、健胃消食片等	
	泌尿系统	舒列安胶囊	
N 潜力赛道 (在研创新药)	核药领域	INR101 诊断核药 (III 期, 前列腺癌)、INR102 治疗核药 (I/IIa, 前列腺癌)	
	单抗	INB301 治疗肿瘤恶病质单抗	

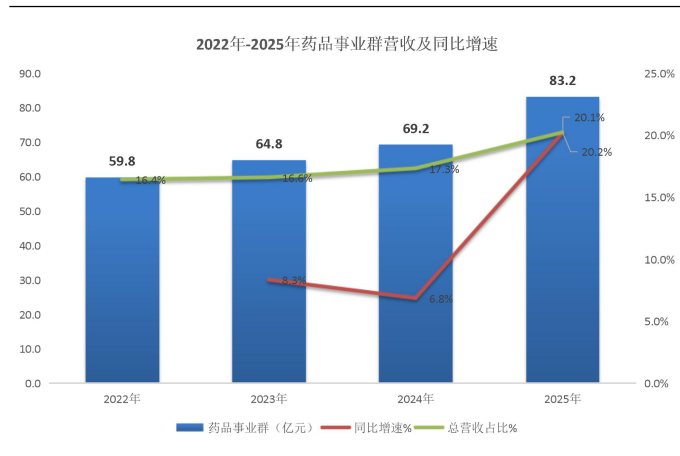
资料来源：公司 2025 年报，公司官网，诚通证券研究所

从销售额看，药品事业群销售额从 2022 年的 59.8 亿元，逐年提升到 2025 年 83.2 亿元，2022-2025 年复合增速（CAGR）约为 11.6%；其中 2025 年同比增长 20.1%。药品事业群在公司整体营收中占比提升到 2025 年 20.2%（2022 年为 16.4%）；我们测算分部利润贡献约占整体归母净利润 25%左右。

分品种，2025 年公司共有 10 个药品单品销售过亿，其中，2 个品种（云南白药气雾剂和云南白药膏）过 10 亿。公司以传承百年的云南白药散剂为起点，不断开拓创新，逐渐形成了涵盖气雾剂、膏贴剂、酏剂、创可贴等多种产品形态的云南白药核心药品系列产品，2025 年核心系列产品销售收入总额超过 55 亿元，较去年同期增长超 18%。其中，云南白药气雾剂销售收入突破 25 亿元，增长超过 22%；云南白药膏销售收入突破 12 亿元，增长超过 26%；云南白药胶囊、云南白药（散剂）、云南白药创可贴均在上年销售收入基础上，实现显著增长。植物补益类产品气血康口服液销售收入继续保持快速增长态势，同比增长约 68%，2025 年营收接近 4.5 亿元。其他品牌中药类产品增长亮眼，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过 1 亿元，其中参苓健脾胃颗粒销售收入同比提升超 53%。

公司白药核心系列在肌肉-骨骼伤科领域常年保持市场绝对领先地位。据中康开思系统统计数据，2024 年，公司核心产品云南白药气雾剂在肌肉-骨骼系统关节和肌肉疼痛局部用药中成药气雾剂零售市场份额为 91.8%，市场排名第一；云南白药创可贴占外用止血类（含药）创可贴零售市场份额 72.4%，市场排名第一；云南白药（散剂）在肌肉-骨骼系统骨伤类全身用药中成药零售市场份额为 14.9%，市场排名第一。

图 6: 2022-2025 年药品事业群营收及增速



资料来源：公司 2022-2025 年报，诚通证券研究所

图 7: 白药核心系列品种一览



资料来源：公司官网，诚通证券研究所

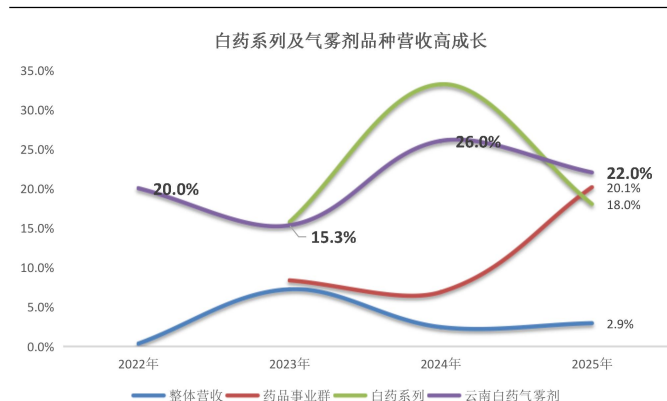
2.2、总营收平稳掩盖下白药核心系列品种高成长

白药系列是药品事业群核心，气雾剂和白药膏是白药系列核心：白药系列占药品事业群营收 66%，气雾剂+白药膏两大品种占白药系列营收 67%。2025 年公司白药核心系列营收超过 55 亿元，同比增长超 18.0%，占药品事业部总营收的 66%；其中，云南白药气雾剂营收突破 25 亿元，同比增长 22%；云南白药膏销售额突破 12 亿元，同比增长超 26%，两大核心品种占白药系列销售额 67%左右。白药系列毛利率保持在 70%左右。

2021-2025 年，公司整体营收虽然仅保持约 3% 的年复合增速成长，但公司白药核心系列营收高成长，尤其是云南白药气雾剂品种连续多年保持快速增长。

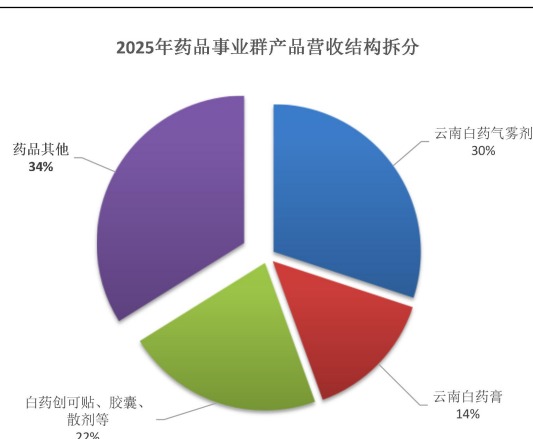
2021-2025 年，核心品种云南白药气雾剂营收从 12.5 亿元逐年快速提升到 25 亿元，四年完成销售额翻倍增长，年均保持 20% 左右的高速增长，2025 年在药品事业群营收中占比提升到 30%。

图 8: 2022-2025 年白药系列及气雾剂品种营收高成长



资料来源：公司 2022-2025 年报，诚通证券研究所

图 9： 2025 年云南白药药品事业群产品营收结构



资料来源：公司 2025 年报，诚通证券研究所

3、健康品事业群：云南白药牙膏+养元青，高利润率彰显强悍盈利能力

3.1、云南白药牙膏+养元青洗护，国药日化衍生产品成功典范

精品国药向保健食品、化妆品、牙膏日化衍生品探索，是将药企的“专业信任”和“历史底蕴”转化为消费品牌优势的典型实践。在这个过程中，不同药企基于各自的核心资源和战略目标，走出了差异化的路径。

代表性的案例有片仔癀向化妆品拓展，推出如“皇后牌片仔癀珍珠霜”，云南白药以“中药护龈”理念在牙膏领域的成功应用”，逐步将“中药护龈”的理念延伸至创可贴、洗护及面膜领域，衍生出云南白药系列牙膏、“采之汲”（护肤）和“养元青”（头皮护理）等大健康日化产品矩阵；东阿阿胶推出桃花姬（阿胶保健食品），均是国药衍生转化成功产品代表。

云南白药止血镇痛、消肿化瘀功效深入人心，早在 2003 年公司就成功研制云南白药牙膏，开启“中药护龈”功效牙膏时代，2004 年选择在云南省试销，2005 年在全国正式上市推广。历经 20 多年发展，目前已经形成以云南白药牙膏为主的口腔护理产品族群，并不断研发推出美白、抗敏等其他功能性口腔护理产品；云南白药牙膏 2025 年继续保持国内全渠道市场份额第一，近年来销售额稳定在 60 亿元左右。

养元青洗护产品依托云南天然植物药物宝库资源优势，以医药科技为基础，汲取天然植物精粹，成功打造头皮健康护理品牌。2025 年，养元青洗护产品实现销售收入 4.6 亿元，同比增长 10%；2025 年“618”期间，养元青蝉联天猫国货防脱洗发水品牌第一名，是公司第二大日化产品。

图 10：云南白药口腔健康产品系列——云南白药牙膏



资料来源：公司官网，诚通证券研究所

图 11：云南白药洗护产品系列——养元青



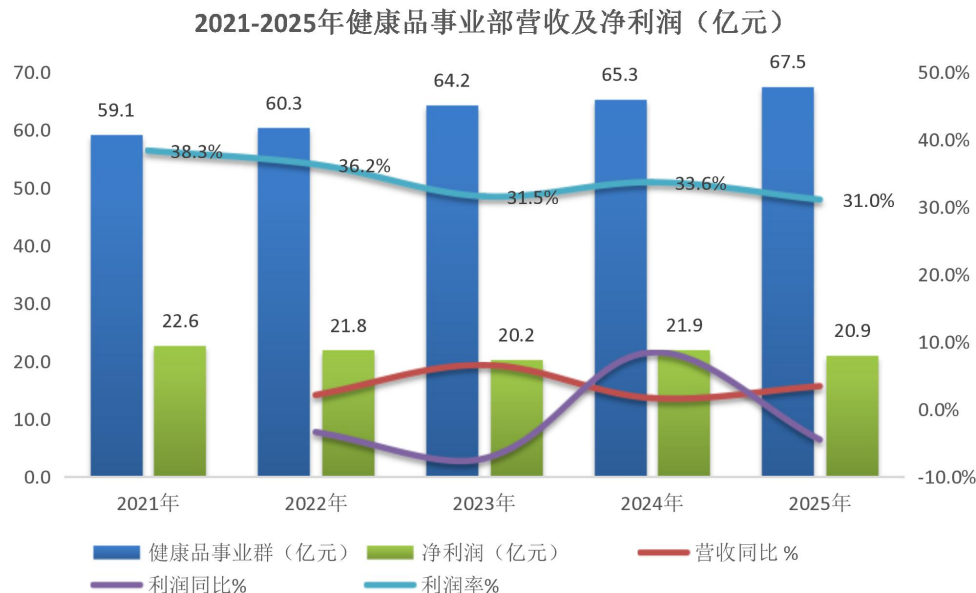
资料来源：公司官网，诚通证券研究所

3.2、健康品事业部营收平稳增长，高利润率彰显强盈利能力

公司健康品事业部主要由子公司云南白药集团健康产品有限公司运营。2022-2025 年，公司健康品事业部营收平稳增长，2022 年营收首次突破 60 亿元大关，2025 年营业收入达到 67.5 亿元，2021-2025 年营收年复合增长 3.4% 左右，营

收增长相对平稳。利润端，近年来健康品事业部净利润稳定在 21 亿元左右（不考虑品牌使用费），净利润率保持 31% 以上，高利润率彰显健康品事业部极强盈利能力。

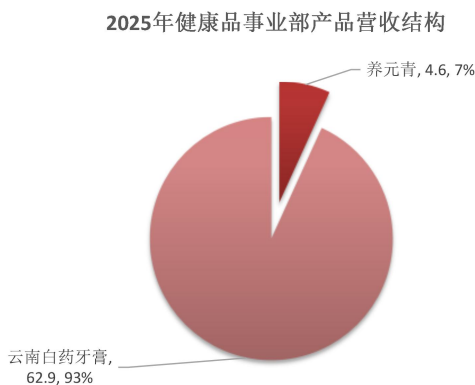
图 12： 2021-2025 年健康品事业部营收及净利润



资料来源：公司 2021-2025 年报，诚通证券研究所

分产品，公司健康品主力产品为云南白药系列牙膏和养元青洗护系列，云南白药牙膏系列营收相对平稳增长，2025 年营收约为 62.9 亿元，贡献健康品事业部主要营收比例（约 93%）；养元青洗护系列营收高成长，从 2021 年 1.8 亿元左右，连续三年 30% 以上高增长，2024 年营收达到 4.2 亿元，2025 年营收 4.6 亿元，同比增长 10%。云南白药牙膏系列国内市场占有率已经较高，已经多年保持国内全渠道市场份额第一，2023 年为 24.6%（据尼尔森零售统计），我们预计牙膏系列继续保持营收稳定在 60 亿元左右。养元青洗护系列营收规模尚小，有望继续保持较快增长。

图 13： 2025 年健康品事业部产品营收结构



资料来源：公司 2025 年报，诚通证券研究所

图 14： 2021-2025 年养元青洗护产品高成长



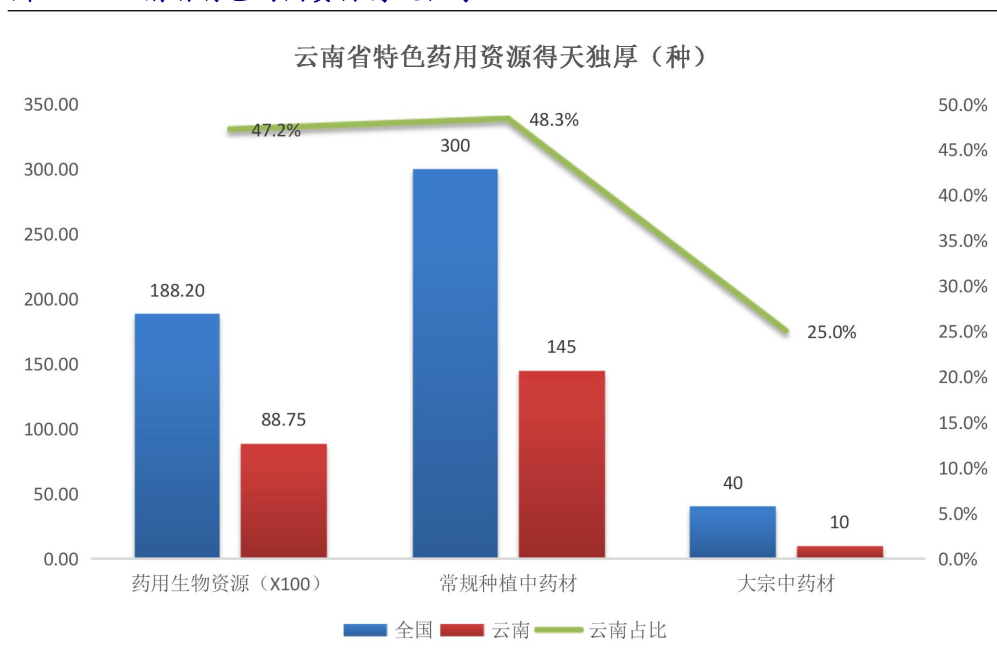
资料来源：公司 2021-2025 年报，诚通证券研究所

4、 中药资源事业群：药材好药才好，云南省中药材“链主”企业

4.1、 云南特色药用资源得天独厚，中药材 GAP 种植和流通全国领先

云南特色药用资源得天独厚。云南素有“植物王国”、“药材宝库”之称，拥有全国最丰富的天然药用植物资源，特有药用植物种类多样性极为丰富。据第四次全国中药资源普查结果显示，全国 18817 种药用生物资源中云南拥有 8875 种，占比 47.2%，稳居全国首位；全国常规种植中药材品种约 300 种，云南拥有 145 种，占比达 48%；全国大宗药材品种 40 种云南有 10 种，占比达 25%。“无云药，不成方”，名副其实。

图 15： 云南省特色药用资源得天独厚



资料来源：第四次全国中药材资源普查，云南省卫健委，诚通证券研究所

中药素有“药材好，药才好”，云南省在中药材 GAP 种植和中药材流通方面全国领先。从种植规模看，三七、天麻、重楼、云木香、砂仁等 17 个品种种植面积突破 10 万亩，云当归、滇黄精、茯苓、石斛、粗茎秦艽等 9 个品种种植面积达 5 万亩以上（5 万亩至 10 万亩）。从农业产值看，三七、重楼、砂仁、石斛、天麻等 10 个品种的农业产值超过 10 亿元，云木香、当归、粗茎秦艽、灯盏花、银杏等 21 个品种的农业产值超过 1 亿元（1 亿元至 10 亿元）。在中药材市场调查方面，调查药材 1233 种，其中市场流通量达 1000 吨以上的药材有 19 种，100 吨以上的药材有 70 种。

4.2、 中药资源事业部从初期探索走向成熟模式阶段

公司定位为云药资源链主企业。云南白药集团作为云南省中药材产业“链主”企业，全面推行种植规划、种源研发供应、种植标准、产地加工、购销和管理“六统一”运营模式，已经从运营模式初期探索过度到成熟运营模式阶段。公司以云南道地药材品种三七作为中药资源优势品种，打造了包括重楼、三七、工业大麻在内的战略大品种。公司中药资源业务一方面外销扩大市场收益，另外也满足内部中药

材原料需求，有效平抑了公司投料药材价格的上涨，使公司投料药材价格上涨幅度显著低于行业中药材价格上涨平均水平。

中药资源事业部外销收入持续增长。受全国中药材价格持续上涨和公司中药资源外销量增影响，2022 年-2023 年，公司中药资源事业群外销收入连续两年高增长，分别同比增长 30%和 22%，其中 2023 年三七中药材外销同比大增 81%；从 2024 年 7 月以来，全国中药材价格指数持续下跌，从 2250 点，下跌到最近 1500 点左右，累计跌幅 33%；其中，三七（不限品规）价格指数近年来均维持在 140-200 元低位波动；2024-2025 年，公司中药资源事业群外销收入基本稳定在 17.5 亿元，有效抵御住 2024 年以来全国中药材价格持续下降的不利影响。

公司中药资源业务还通过开拓外部医疗机构煎药药事服务、气血康产品内部生产服务等多种形式创收增利。外部药事服务方面，运营云南最大体量的煎药中心，2025 年服务 20 余家医疗机构，煎药超过 900 万袋，同比增长 28.5%（2024 年煎药 700 万袋）；内部订单保障方面，通过优化产线提升效率，2025 年支撑气血康年产量达到 2.6 亿支，公司气血康口服液销售收入保持高速增长，同口径下同比增长约 68%（2024 年增长 14%），我们测算销售额达到 4.5 亿元左右。

图 16： 2014-2026 年中药材价格指数趋势一览



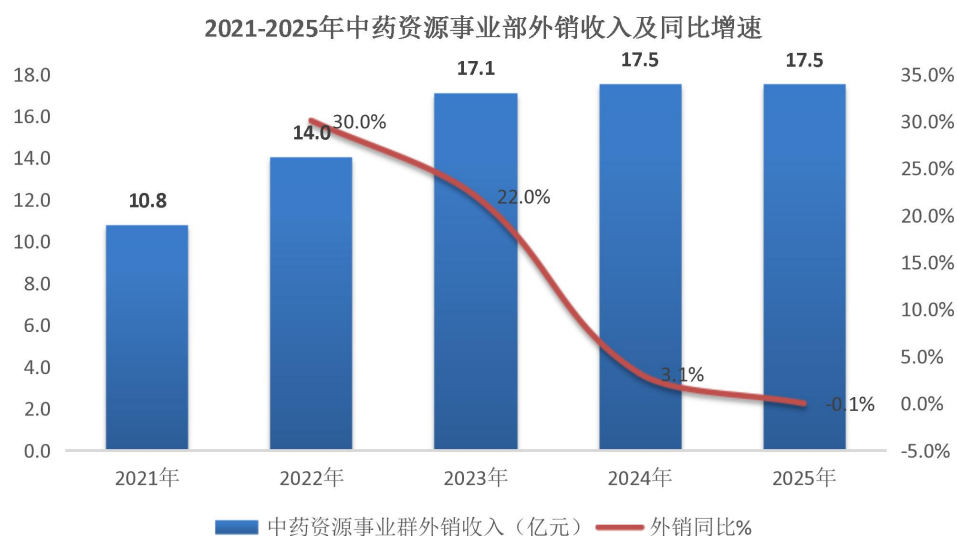
资料来源：康美中药网，诚通证券研究所

图 17： 2014-2026 年三七（不限品规）价格指数走势



资料来源：康美中药网，诚通证券研究所

图 18： 2021-2025 年中药资源事业部外销售收入及同比增速



资料来源：公司 2021-2025 年报，诚通证券研究所

5、 医药商业事业群：以省医药有限为大本营，参股上海医药 全国性商业龙头

5.1、 省医药公司是公司医药商业业务基本盘

公司医药流通板块，构建了以省医药公司为运营主体的省内自营，以参股上海医药拓展全国性医药商业的业务架构。

公司医药商业分部整体营收保持平稳，2021-2025 年复合增速约 1.6%。近三年来（2023-2025 年）医药商业业务年营收规模保持约 250-255 亿元间，省医药公司在云南省县级以上公立医院市场持续保持区域性领先地位，2025 年贡献整体商业营收的 95%左右，是公司商业业务经营主体。

省医药公司经营提质增效显著，净利润率水平大幅提升。省医药公司经营上稳核心业务底盘（药品配送和分销）、拓展创新业务（非药业务商业&院边店、新特药 DTP 药房），2021-2025 年营收稳定在 242 亿元左右，年复合增速约 0.1%；但管理上推行降本增效等举措，经营提质增效成果显著，经营净利润率从 2022 年的 1.8% 左右，逐年提升到 2025 年 3.2%，显著优于医药批发行业平均水平。

图 19： 2021-2025 年医药商业分部营收及增速



图 20： 2021-2025 年省医药公司营收及净利润率



资料来源：公司 2021-2025 年报，诚通证券研究所

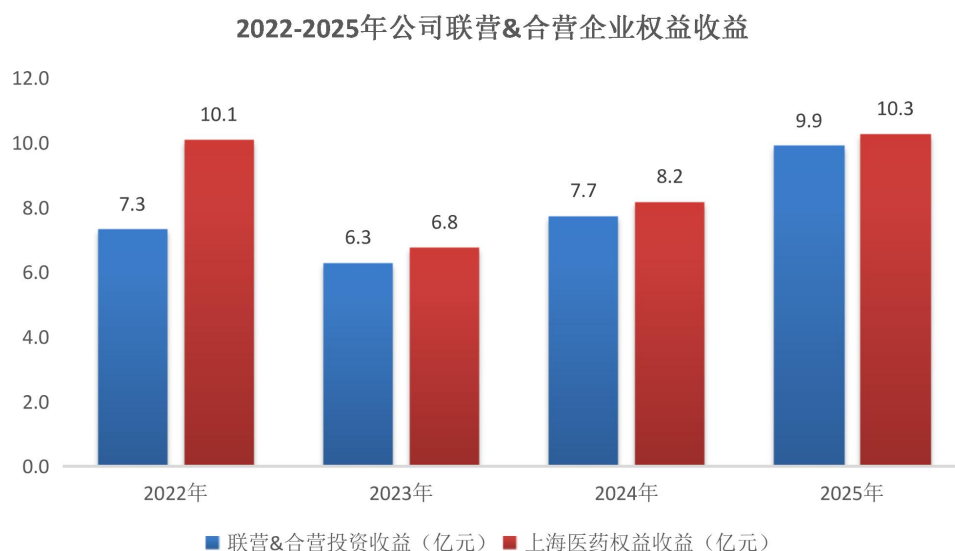
资料来源：公司 2021-2025 年报，诚通证券研究所

5.2、从云南省走向全国，参股全国性医药商业龙头上海医药

2022 年 3 月，公司斥资 109 亿元参与上海医药非公开增发，以 16.39 元/股的发行价格，认购上海医药约 6.65 亿股，占上海医药增发后 17.95% 股权比例。

上海医药是全国性医药商业龙头公司，2025 年医药商业年营收规模超 2600 亿元，是云南省医药公司营收规模的十倍左右。公司商业业务通过参股上海医药，从云南省内走向全国市场，每年还获得稳定投资净收益，对联营和合营企业的权益投资收益从 2022 年的 7.3 亿元，增长到 2025 年的 9.9 亿元，约占公司税前营业利润的 16.4% 左右，其中来自上海医药投资收益超过整体权益投资收益，如果按公司初始投资 109 亿元计算，2022-2025 年公司从上海医药获得年均权益投资收益率约为 8% 左右，显著增厚公司利润规模。

图 21： 2022-2025 年公司从联营和合营企业获得投资收益不断增长



资料来源：公司 2022-2025 年报，上海医药 2022-2025 年报，诚通证券研究所

备注：公司持股上海医药股权比例按 17.95% 计算。

6、盈利预测及投资评级

6.1、关键假设及盈利预测

我们按公司主营业务四大事业群分别给予营收增速和毛利率假设，如下：

1) 药品事业群：白药系列为公司核心品种，主力产品包括白药气雾剂、白药膏、白药胶囊和散剂等，2023-2025 年白药系列产品在白药气雾剂和白药膏带领下，营收保持快速增长，营收增速分别为 15.7%、32.1% 和 18.0%，毛利率约为 70% 左右（2023 年为 70.6%），2025 年白药系列营收占药品事业群 66% 左右；其他长尾产品营收虽然年度略有波动，但近四年来基本稳定在年均 28 亿元左右，2025 年增速 24.5%。2026-2028 年，我们分别假设白药系列年均营收增速为 15%，毛利率为 70.6%；其他长尾药品营收年均增速为 10%，毛利率为 65.0%；综合药品事业群 2026-2028 年营收增速分别为 15.3%、14.3% 和 13.6%。毛利率为 68.8%。

2) 健康品事业部：健康品事业部主力产品为白药系列牙膏和养元青洗护产品，

近年来白药牙膏系列营收基本稳定小个数增长（年均 1.5%左右），养元青等保持相对较快增速，2024-2025 年增速分别为 30.3%和 9.0%。2026-2028 年，我们分别假设白药产品营收年均增长 2%，养元青等年均增长 10%，综合健康品事业部营收年均增速约为 2.5%左右，与 2024-2025 年营收增速基本相当，毛利率均保持稳定为 68.0%。

3) 中药资源事业部：近三年（2023-2025 年）中药资源事业部营收基本稳定在 17.5 亿元左右。2026-2028 年我们中药资源事业部营收年均增长 5%，毛利率维持稳定在 14.0%左右。

4) 医药商业：近三年（2023-2025 年），公司医药商业业务营收基本稳定在 250 亿元左右，年均增长 2%左右，省医药公司贡献主要收入。2026-2028 年，我们假设医药商业分部营收年均增长 2%，毛利率稳定为 6.3%。

5) 其他补充：营收规模较小，2026-2028 年，我们假设营收年增长 5%，毛利率稳定保持 40%。

表 2： 云南白药主营业务关键假设及营收拆分

科目 (单位: 亿元)	指标	单位	2022A	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
	合并营业收入	亿元	364.88	391.11	400.33	411.87	430.83	451.57	474.29
	营收同比	%		7.2%	2.4%	2.9%	4.6%	4.8%	5.0%
	毛利率	%	26.3%	26.5%	27.9%	29.5%	30.4%	31.3%	32.3%
分四大事业部									
一、医药工业分部	营业收入	亿元	127.73	137.41	144.68	160.16	173.79	189.08	206.23
	营收同比	%		8.3%	6.8%	20.1%	8.5%	8.8%	9.1%
	毛利率	%	63.5%	64.2%	65.9%	65.2%	65.8%	65.8%	65.8%
1、药品事业部	营业收入	亿元	59.83	64.81	69.24	83.18	94.25	106.84	121.16
10 个过亿品种	营收同比	%		8.3%	6.8%	20.1%	15.3%	14.3%	13.6%
	毛利率	%		64.3%	67.1%	69.0%	68.8%	68.8%	68.9%
	1)白药核心系列	亿元	30.50	35.29	46.61	55.00	63.25	72.74	83.65
	白药系列营收同比	%		15.7%	32.1%	18.0%	15.0%	15.0%	15.0%
	白药系列毛利率	%		70.6%	70.6%	70.6%	70.6%	70.6%	70.6%
	a\云南白药气雾剂	亿元	15.00	17.29	21.79	26.58	30.57	35.15	40.42
	营收同比	%	20.5%	15.3%	26.0%	22.0%	15.0%	15.0%	15.0%
	b\其他白药系列 (白药膏、白药胶囊、 散剂等)	亿元	15.50	18.00	24.82	28.42	32.68	37.59	43.22
	营收同比	%		16.1%	37.9%	14.5%	15.0%	15.0%	15.0%
	3) 其他长尾品种	亿元	29.33	29.52	22.63	28.18	31.00	34.10	37.51
	营收同比	%		0.6%	-23.3%	24.5%	10.0%	10.0%	10.0%
	其他药品毛利率	%		56.9%	59.9%	65.8%	65.0%	65.0%	65.0%
2、健康事业部	营业收入	亿元	60.30	64.22	65.26	67.45	69.17	70.96	72.82
	营收同比	%		6.5%	1.6%	3.4%	2.5%	2.6%	2.6%

	毛利率	%		67.9%	66.9%	68.2%	68.0%	68.0%	68.0%
	1) 白药牙膏	亿元	60.30	60.98	61.04	62.85	64.11	65.39	66.70
	营收同比	%		1.1%	0.1%	3.0%	2.0%	2.0%	2.0%
	2) 养元清等其他	%		3.24	4.22	4.60	5.06	5.57	6.12
	营收同比	%			30.3%	9.0%	10.0%	10.0%	10.0%
3、中药资源事业部（外销）	营业收入	亿元	14.47	17.10	17.51	17.50	18.38	19.29	20.26
	营收同比	%		18.2%	2.4%	-0.1%	5.0%	5.0%	5.0%
	毛利率	%		11.4%	14.8%	14.4%	14.0%	14.0%	14.0%
4、内部抵消	营业收入	亿元	-6.87	-8.72	-7.33	-7.97	-8.00	-8.00	-8.00
	毛利率	%							
二、医院商业：省医药公司	营业收入	亿元	236.45	252.95	254.73	250.83	256.11	261.51	267.03
	营收同比	%	-3.9%	5.7%	0.5%	-1.7%	2.1%	2.1%	2.1%
	毛利率	%	6.2%	6.0%	6.2%	6.7%	6.3%	6.3%	6.3%
1、省医药公司	营业收入	亿元	231.71	244.90	246.07	242.00	246.84	251.78	256.81
	营收同比	%		5.7%	0.5%	-1.7%	2.0%	2.0%	2.0%
2、其他批发零售	营业收入	亿元	4.74	8.05	8.66	8.83	9.27	9.74	10.22
	营收同比	%		-99.3%	0.7%	-1.5%	5.0%	5.0%	5.0%
三、其他补充	营业收入	亿元	0.70	0.75	0.92	0.88	0.92	0.97	1.02
	营收同比	%		-99.3%	0.7%	-1.5%	5.0%	5.0%	5.0%

资料来源：Wind，诚通证券研究所

综上，我们预测公司 2026-2028 年，公司营业总收入分别为 430.8/451.6/474.3 亿元，分别同比增 4.6%/4.8%/5.0%；毛利率分别为 30.4%/31.3%/32.3%；根据我们的财务预测模型，公司归母净利润分别为 57.3/63.9/71.1 亿元，分别同比增 11.2%/11.5%/11.2%。

6.2、估值及投资评级

公司为精品国药传承代表企业，我们选取同为精品国药的生产企业片仔癀、同仁堂、达仁堂进行估值比较，可比公司业务模式类似，均含医药工业和医药商业分部。

据 Wind 一致预期，2026 年可比公司平均 PE 倍数为 28X，云南白药 PE(2026E) 仅 15X，估值显著低于可比公司均值，另公司连续四年股利支付率 90%以上，按当前股价计算（7 月 13 日收盘价 49.75 元），2025 年每股派息 2.6 元，折合股息率 5.22%，显著高于可比公司（片仔癀 2.36%、同仁堂 2.03%），公司估值显著低于可比公司，股息率高于可比公司，首次覆盖给予“推荐”评级。

表 3：可比公司估值比较

股票代码	公司简称	当前股价（元）	总市值(亿元)	EPS（元）				PE（倍）			
				2025A	2026E	2027E	2028E	2025A	2026E	2027E	2028E
600436.SH	片仔癀	125.58	757.6	3.58	3.88	4.30	4.70	35.1	32.4	29.2	26.7
600085.SH	同仁堂	24.53	336.4	0.87	0.99	1.12	1.29	28.2	24.8	21.9	19.0
600329.SH	达仁堂	38.43	257.6	2.77	1.40	1.69	1.97	13.9	27.4	22.8	19.5
	平均							25.7	28.2	24.6	21.8
000538.SZ	云南白药	49.75	887.7	2.89	3.33	3.74	4.17	21.3	15.2	13.6	12.3

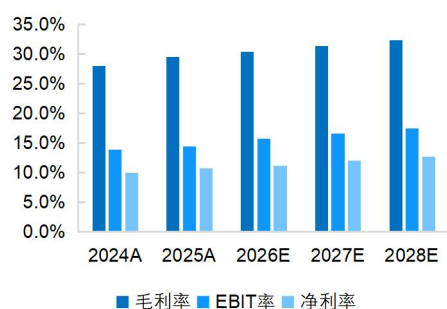
资料来源：Wind，诚通证券研究所 备注：股价数据截至 2026.7.13 收盘数据；片仔癀、同仁堂、达仁堂 2026-2028 年 EPS 为 Wind 一致预期，云南白药为本报告财务模型预测数据。云南白药 2025 年 PE 为 LYR。

7、 风险提示

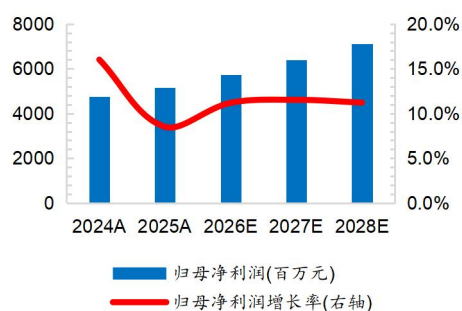
- 1、白药系列（喷雾剂、白药膏等）销售规模已较大，疼痛伤科领域市占率较高，未来成长性下降风险；
- 2、健康品业务白药牙膏市占率连续多年国内领先，且产品价格相对高端，未来市场竞争加剧、社零消费下降带来的盈利压力；
- 3、在研核药等创新药临床进度、结果不及预期风险；
- 4、系统风险。

附：财务预测摘要

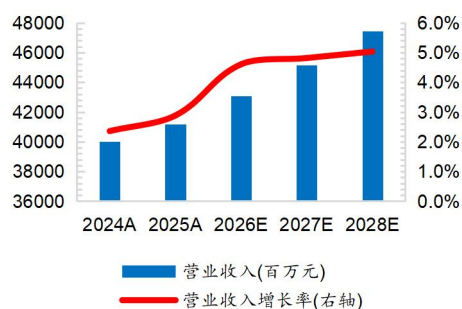
1、毛利率、EBIT率、净利率



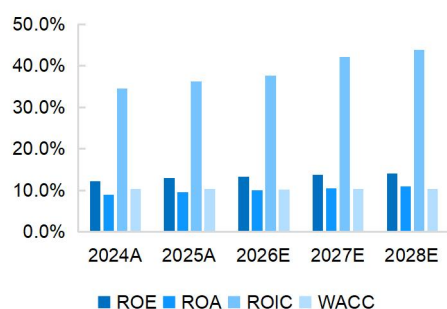
2、净利润及其年度增长率



3、营业收入及其年度增长率



4、资本回报率



利润表 (百万元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	40033	41187	43083	45157	47429
营业成本	28865	29033	29991	31024	32127
折旧和摊销	267	301	320	349	335
营业税费	243	234	247	258	275
销售费用	4880	5619	5878	6161	6471
管理费用	1038	1020	1123	1144	1225
财务费用	-156	-47	-91	-83	-121
公允价值变动损益	137	110	124	117	120
投资收益	777	1043	809	834	869
营业利润	5712	6039	6870	7605	8441
利润总额	5685	6043	6863	7594	8431
少数股东损益	18	36	31	40	41
归属母公司净利润	4749	5153	5730	6390	7107

资产负债表 (百万元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
总资产	52914	54269	57647	61487	64864
流动资产	34151	34035	36049	38546	40486
货币资金	10888	9108	10661	11671	13389
交易型金融资产	2547	4192	4192	4192	4192
应收账款	9923	10160	10458	11554	11569
应收票据	930	585	809	746	837
其他应收款	108	407	0	422	0
存货	6294	6231	6853	6606	7371
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	12561	13228	14675	16134	17635
固定资产	3014	3275	3346	3380	3388
无形资产	587	797	815	808	826
总负债	14048	14121	14563	14812	13911
无息负债	12458	12807	12205	13566	12669
有息负债	1590	1314	2358	1246	1242
股东权益	38866	40148	43084	46675	50952
股本	1784	1784	1784	1784	1784
公积金	17637	17632	17632	17632	17632
未分配利润	16981	18202	16275	14874	13866
少数股东权益	34	103	134	174	215

现金流量表 (百万元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	4297	4600	3985	5612	5245
净利润	4767	5190	5761	6430	7148
折旧摊销	267	301	320	349	335
净营运资金增加	-2663	-265	1064	125	1119
其他	1927	-626	-3160	-1293	-3357
投资活动产生现金流	-1199	-1985	-742	-734	-773
净资本支出	675	480	-84	-115	-65
长期投资变化	-2847	-1468	-1447	-1516	-1501
其他资产变化	-3371	-2974	-2273	-2365	-2339
融资活动现金流	-6978	-4349	-2756	-2801	-2754
股本变化	-13	0	0	0	0
债务净变化	169	73	442	250	-901
无息负债变化	1463	349	-602	1362	-897
净现金流	-3876	-1743	486	2077	1718

资料来源：Wind，诚通证券研究所

关键指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	2.4	2.9	4.6	4.8	5.0
净利润增长率	15.6	8.9	11.0	11.6	11.2
EBITDA 增长率	17.7	7.1	13.4	10.5	10.2
EBIT 增长率	18.9	6.8	13.8	10.6	10.8
估值指标					
PE	26.1	21.3	15.2	13.6	12.3
PB	2.8	2.5	2.0	1.9	1.7
EV/EBITDA	12.9	12.1	10.6	9.3	8.2
EV/EBIT	13.5	12.7	11.1	9.7	8.6
EV/NOPLAT	16.2	14.8	13.2	11.5	10.1
EV/Sales	1.9	1.8	1.7	1.6	1.5
EV/IC	1.9	1.8	1.6	1.5	1.4
盈利能力 (%)					
毛利率	27.9	29.5	30.4	31.3	32.3
EBITDA 率	14.5	15.1	16.4	17.3	18.2
EBIT 率	13.9	14.4	15.7	16.5	17.5
税前净利润率	14.3	14.7	15.9	16.8	17.8
税后净利润率 (归属母公司)	9.9	10.7	11.2	12.0	12.7
ROA	9.0	9.6	10.0	10.5	11.0
ROE (归属母公司) (摊薄)	12.3	12.9	13.4	13.8	14.0
经营性 ROIC	34.5	36.2	37.7	42.1	43.8
偿债能力					
流动比率	2.7	2.6	2.7	2.8	3.2
速动比率	1.9	1.9	2.0	2.1	2.4
归属母公司权益/有息债务	24.4	30.5	18.2	37.3	40.8
有形资产/有息债务	23.4	28.4	16.7	33.6	35.3
每股指标 (按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	2.66	2.89	3.21	3.58	3.98
每股红利	1.19	1.58	1.59	1.61	1.49
每股经营现金流	3.69	2.46	2.23	3.15	2.94
每股自由现金流 (FCFF)	3.98	2.78	2.81	3.74	3.53
每股净资产	21.76	22.44	24.07	26.06	28.44
每股销售收入	22.44	23.08	24.15	25.31	26.58

资料来源: Wind, 诚通证券研究所

特别声明

根据《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）》规定，诚通证券评定此研报的风险等级为 R3（中风险），适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为 C3、C4、C5 的普通投资者。若您为非专业投资者及风险承受能力低于 C3 的普通投资者，请勿阅读、收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

若因适当性不匹配，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

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，认真审慎、专业严谨、独立客观的出具本报告并对报告内容和观点负责。

分析师的薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

投资评级说明

诚通证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来 6—12 个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性：未来 6—12 个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避：未来 6—12 个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深 300 指数。

诚通证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来 6—12 个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在 20%以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来 6—12 个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于 5%—20%。该评级由分析师给出。

中性：未来 6—12 个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%—5%。该评级由分析师给出。

回避：未来 6—12 个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在 5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深 300 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

诚通证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由诚通证券股份有限公司（以下简称诚通证券）供其机构或个人客户（以下简称客户）使用，诚通证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给诚通证券客户的，属于机密材料，只有诚通证券客户才能参考或使用，如接收人并非诚通证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。诚通证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。诚通证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。诚通证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是诚通证券在发表本报告当日的判断，诚通证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但诚通证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。诚通证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

对于浏览过程中可能涉及的诚通证券网站以外的地址或超级链接，诚通证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

除非另有说明，所有本报告的版权属于诚通证券。未经诚通证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为诚通证券的商标、服务标识及标记。诚通证券版权所有并保留一切权利。

联系我们

诚通证券股份有限公司 研究所

地址：北京市朝阳区东三环路 27 号楼 12 层

邮编：100020

公司网址：<http://www.cctgsc.com.cn/>