

股票投资评级

买入 | 首次覆盖

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价（元）	50.74
总股本/流通股本（亿股）	17.84 / 17.84
总市值/流通市值（亿元）	905 / 905
52 周内最高/最低价	58.97 / 47.00
资产负债率(%)	26.0%
市盈率	17.56
第一大股东	云南省国有股权运营管理有限公司

研究所

分析师: 盛丽华
SAC 登记编号: S1340525060001
Email: shenglihua@cnpsec.com
分析师: 龙永茂
SAC 登记编号: S1340523110002
Email: longyongmao@cnpsec.com

云南白药(000538)

营收利润稳健增长，二线品种释放成长驱动力

● 主业经营稳健，剔除一次性影响业绩持续增长

公司发布 2026 年中报：2026H1 公司实现营业收入 218.84 亿元 (+2.95%)，归母净利润 37.01 亿元 (+1.88%)，扣非净利润 35.18 亿元 (+1.66%)，经营现金流净额 41.06 亿元 (+3.66%)。2026H1 公司对上海医药的投资收益受其一次性特殊损益波动影响，同比减少 1.69 亿元，剔除上述影响后，上半年及二季度归母净利润分别同比增长 8.33%、13.18%。

分季度来看，2026Q1、Q2 公司实现营业收入 116.03 亿元 (+7.02%)、102.81 亿元 (-1.29%)，归母净利润 20.37 亿元 (+5.31%)、16.64 亿元 (-2.03%)，扣非净利润 19.65 亿元 (+4.12%)、15.53 亿元 (-1.29%)，经营现金流净额 8.29 亿元 (+16.17%)、32.77 亿元 (+0.91%)。

从盈利能力来看，2026H1 毛利率为 30.06% (-0.80pct)，归母净利率为 16.91% (-0.18pct)，扣非净利率为 16.08% (-0.20pct)。

费率方面，2026H1 销售费用率为 11.20% (-0.64pct)，管理费用率为 1.50% (-0.21pct)，研发费用率为 0.87% (+0.13pct)，财务费用率为 0.08% (+0.19pct)。

● 二线品种加速放量，健康品新品拓展取得进展

分业务看，上半年工业销售收入 87.72 亿元，同比增长 3.15%，占收入比重 40.08%，同比提升 0.07 个百分点；商业销售收入 130.64 亿元，同比增长 2.80%。工业、商业收入均实现增长。

药品核心品种稳健增长，第二梯队大单品加速放量。2026H1 药品事业群实现营业收入 49.30 亿元，云南白药气雾剂、云南白药膏销售收入分别突破 15 亿元、7 亿元，伤科疼痛领域核心产品继续巩固基本盘。第二梯队产品表现亮眼，气血康口服液销售收入 3.39 亿元，同比增长约 68.1%；蒲地蓝消炎片销售收入超过 1 亿元，同比增长 27.8%；藿香正气水销售收入突破 0.50 亿元，同比增长 60.2%。公司持续推进“云鼎经纬”渠道合作模式，以一级经销商直供、终端动销服务及线上营销提升渠道效率。我们认为，核心产品的品牌优势与潜力品种放量形成互补，有助于增强药品业务增长的持续性。

健康品新品拓展取得进展，线上渠道带动增长。2026H1 健康品事业群实现营业收入 34.54 亿元，云南白药牙膏继续保持国内全渠道市场份额第一。抗敏、美白牙膏销售额分别达到 2.42 亿元、2.08 亿元，均已超过各自上年全年销售额，细分功效品类拓展成效显著。养元青洗护产品实现销售收入 2.54 亿元，同比增长超过 17%；健康品板块线上销售额同比增长 21%，对冲传统线下渠道增长压力。受益于产品结构优化和运营效率提升，该板块净利润创 2023 年以来同期新高。后续抗敏、美白及防脱洗护等品类的持续培育，有望拓宽健康品

业务增长空间。

● **盈利预测及投资建议**

我们预计公司 2026-2028 年营收分别为 425.71、440.99、456.98 亿元，归母净利润分别为 53.62、58.05、62.93 亿元，当前股价对应 PE 分别为 17、16、14 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

● **风险提示：**

终端需求恢复不及预期风险；新品推广及渠道拓展不及预期风险；研发进度不及预期风险。

■ **盈利预测和财务指标**

项目\年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	41187	42571	44099	45698
增长率(%)	2.88	3.36	3.59	3.63
EBITDA（百万元）	5251.24	6748.95	7343.20	7915.70
归属母公司净利润（百万元）	5153.49	5361.81	5805.30	6293.24
增长率(%)	8.51	4.04	8.27	8.40
EPS(元/股)	2.89	3.01	3.25	3.53
市盈率（P/E）	17.60	16.92	15.63	14.41
市净率（P/B）	2.27	2.08	1.92	1.76
EV/EBITDA	17.64	11.89	10.48	9.25

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E	主要财务比率	2025A	2026E	2027E	2028E
利润表					成长能力				
营业收入	41187	42571	44099	45698	营业收入	2.9%	3.4%	3.6%	3.6%
营业成本	29033	29836	30621	31436	营业利润	5.7%	5.1%	8.4%	7.9%
税金及附加	234	243	257	262	归属于母公司净利润	8.5%	4.0%	8.3%	8.4%
销售费用	5619	5662	5865	6130	获利能力				
管理费用	1020	1103	1126	1161	毛利率	29.5%	29.9%	30.6%	31.2%
研发费用	351	362	374	388	净利率	12.5%	12.6%	13.2%	13.8%
财务费用	-47	0	0	0	ROE	12.9%	12.3%	12.3%	12.2%
资产减值损失	-258	-90	-110	-110	ROIC	10.2%	12.2%	12.1%	12.1%
营业利润	6039	6350	6884	7429	偿债能力				
营业外收入	25	18	19	21	资产负债率	26.0%	24.2%	23.5%	22.4%
营业外支出	21	29	31	27	流动比率	2.64	2.88	3.03	3.27
利润总额	6043	6338	6872	7423	营运能力				
所得税	853	944	1035	1090	应收账款周转率	4.10	4.08	4.06	4.06
净利润	5190	5394	5838	6332	存货周转率	4.64	4.70	4.74	4.83
归母净利润	5153	5362	5805	6293	总资产周转率	0.77	0.76	0.74	0.71
每股收益(元)	2.89	3.01	3.25	3.53	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	2.89	3.01	3.25	3.53
货币资金	9108	11064	14298	18089	每股净资产	22.44	24.40	26.53	28.84
交易性金融资产	4192	4192	4192	4192	估值比率				
应收票据及应收账款	10745	11298	11804	12191	PE	17.60	16.92	15.63	14.41
预付款项	434	361	384	415	PB	2.27	2.08	1.92	1.76
存货	6231	6452	6471	6539	现金流量表				
流动资产合计	34035	36644	40567	44919	净利润	5190	5394	5838	6332
固定资产	3274	3470	3618	3357	折旧和摊销	414	411	471	493
在建工程	808	908	1008	1108	营运资本变动	138	-943	-79	-270
无形资产	699	712	723	731	其他	-1143	-904	-908	-992
非流动资产合计	20234	20946	21515	21662	经营活动现金流净额	4600	3957	5321	5563
资产总计	54269	57590	62083	66582	资本开支	-479	-782	-756	-349
短期借款	183	183	183	183	其他	-1507	609	674	751
应付票据及应付账款	7370	6972	7336	7619	投资活动现金流净额	-1985	-173	-82	402
其他流动负债	5338	5565	5861	5918	股权融资	84	0	0	0
流动负债合计	12890	12720	13380	13720	债务融资	-252	68	0	0
其他	1231	1205	1205	1205	其他	-4182	-1886	-2005	-2174
非流动负债合计	1231	1205	1205	1205	筹资活动现金流净额	-4349	-1818	-2005	-2174
负债合计	14121	13924	14584	14924	现金及现金等价物净增加额	-1743	1956	3234	3791
股本	1784	1784	1784	1784					
资本公积金	17632	17632	17632	17632					
未分配利润	18202	20897	23827	27002					
少数股东权益	103	135	168	207					
其他	2425	3217	4088	5032					
所有者权益合计	40148	43666	47499	51657					
负债和所有者权益总计	54269	57590	62083	66582					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中邮证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券签约客户使用，若您非中邮证券签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为签约客户。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司于2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，公司注册资本61.68亿元人民币，是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司，公司是中邮创业基金管理股份有限公司的第二大股东。

公司经营范围包括：证券经纪，证券自营，证券投资咨询，证券资产管理，融资融券，证券投资基金销售，证券承销与保荐，代理销售金融产品，与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问，具备展业的各项资格。截至2025年10月底，公司在全国设有58家分支机构(含29家分公司、29家营业部)，1家资产管理分公司和1家另类投资子公司。

中邮证券紧密依托中国邮政集团有限公司的雄厚实力，通过强化“自营+协同”发展模式，实现快速发展，当前服务的经纪客户已超过260万人。公司始终坚持诚信经营、践行金融为民，为社会大众提供全方位专业化的证券投资服务，努力成为员工自豪、股东放心、客户信赖、社会尊重的优秀企业，打造契合中国邮政资源禀赋和市场地位的特色精品券商。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市丰台区北甲地路2号院6甲1号，玺萌大厦南塔

邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼

邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048