

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

白云山(600332)

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

贺鑫 医药行业联席首席分析师

执业编号: S1500524120003

邮箱: hexin1@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:

单 Q2 收入增长约 7%，期待 25H2 业绩
边际改善华南医药消费龙头稳健增长，盈利能力
持续优化

24Q1 业绩稳健增长，推动高质量发展

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

单 Q3 归母净利润增速超 30%，25H2 已呈边际改善趋势

2025 年 10 月 29 日

事件：公司发布 2025 年三季报，2025H1 公司实现营业收入 616.06 亿元（同比+4.31%），归母净利润 33.1 亿元（同比+4.78%），扣非归母净利润 28.69 亿元（同比+0.48%）。其中，2025Q3 单季度公司实现营业收入 197.71 亿元（同比+9.74%），实现归母净利润 7.94 亿元（同比+30.28%），扣非归母净利润 6.64 亿元（同比+28.9%），经营现金流净额 14.25 亿元（同比+10.87%）。

点评：

- **单 Q3 收入增速近 10%，归母净利润增速超 30%：**①从收入上看，2025Q3 单季度收入达 197.71 亿元，同比增速达 9.74%，环比增速约 2.12%。②从利润上看，2025Q3 单季度扣非归母净利润及归母净利润同比增速均实现快速增长。我们认为 2025Q3 公司利润端实现快速增长主要与毛利率提升相关，2025Q3 单季度毛利率同比提升 2.34 个百分点（25Q3 单季度毛利率为 16.09%），销售费用率提升 0.34 个百分点，管理费用率下降 0.05 个百分点，财务费用率提升 0.06 个百分点，净利率提升 0.71 个百分点（2025Q3 单季度净利率为 4.16%）。我们认为，毛利率的提升与高毛业务的增长相关，比如大健康业务及大南药业务的增长。
- **“研发创新+国际化+数字化”持续深入布局：**①在研发创新方面，今年三季度母公司广药集团新增国家级平台 1 个、省级平台 2 个、省级资质认定 2 个。公司聚集“细胞基因治疗”“AI+制药”等前沿领域，推动科研成果转化落地。同时，公司旗下白云山制药总厂自主研发的抗肿瘤新药 BYS10 片进入关键注册阶段，如获批上市，将成为我国首款用于治疗 RET 突变实体瘤国产创新药，以产品差异化优势满足迫切的临床需求。②在国际化方面，公司核心产品在东南亚、南亚及欧美市场持续放量，实现从“产品出海”到“产业链出海”的转型，为长期国际化布局奠定坚实基础。③在数字化转型方面，广药白云山与华为强强联合，在数字化转型顶层设计以及数字化应用、人才培养等方面展开合作，推进智能制造与供应链优化升级。自新领导班子上任以来，广药白云山内部机构改革和战略调整落子频频。我们认为 2025Q3 或有望成为业绩拐点，2025Q4 收入和利润端或仍有望延续高速增长，一方面系 Q4 系药品使用旺季，另一方面系 24Q4 基数较低；此外，公司内部机构改革等带动整体经营效率提升。2026 年系“十五五”规划元年，在新领导班子、高效经营体系以及前瞻战略等综合指引下，2026 年或仍有望延续较好增长趋势。
- **盈利预测：**我们预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 790.01 亿元、840.61 亿元、894.5 亿元，同比增速分别约为 5.3%、6.4%、6.4%，实现归母净利润分别为 35.38 亿元、39.54 亿元、43.91 亿元，同比分别增长约 24.8%、11.8%、11.1%，对应当前股价 PE 分别约为 12 倍、11

倍、10 倍。

- **风险因素：**产品推广风险，凉茶市场开拓不及预期，市场竞争风险，应收账款回收不及预期，监管政策变动风险。

重要财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	75,515	74,993	79,001	84,061	89,450
增长率 YoY %	6.7%	-0.7%	5.3%	6.4%	6.4%
归属母公司净利润 (百万元)	4,056	2,835	3,538	3,954	4,391
增长率 YoY%	2.2%	-30.1%	24.8%	11.8%	11.1%
毛利率%	18.8%	16.7%	17.3%	17.4%	17.6%
净资产收益率ROE%	11.6%	7.9%	9.4%	9.9%	10.4%
EPS(摊薄)(元)	2.49	1.74	2.18	2.43	2.70
市盈率 P/E(倍)	10.47	14.98	12.00	10.74	9.67
市净率 P/B(倍)	1.22	1.18	1.12	1.06	1.00

资料来源：wind，信达证券研发中心预测；股价为 2025 年 10 月 29 日收盘价

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	55,984	57,762	64,365	67,675	72,463
货币资金	21,309	18,273	19,843	24,226	26,754
应收票据	871	554	571	607	646
应收账款	15,112	15,726	15,940	16,886	17,899
预付账款	818	578	653	694	737
存货	11,507	12,812	13,239	14,059	14,923
其他	6,366	9,819	14,119	11,203	11,505
非流动资产	22,603	23,921	22,652	22,968	23,269
长期股权投资	1,806	1,507	1,567	1,617	1,667
固定资产(合计)	4,380	5,530	5,895	6,155	6,308
无形资产	2,886	2,829	2,845	2,856	2,861
其他	13,531	14,055	12,345	12,341	12,432
资产总计	78,587	81,684	87,017	90,643	95,732
流动负债	36,235	38,916	42,013	43,142	45,473
短期借款	7,799	9,123	10,123	9,423	9,823
应付票据	3,844	4,585	4,719	5,014	5,326
应付账款	11,842	11,735	12,160	12,922	13,724
其他	12,750	13,473	15,011	15,783	16,600
非流动负债	5,674	4,998	5,119	5,249	5,379
长期借款	3,324	2,806	2,306	2,406	2,506
其他	2,350	2,193	2,814	2,844	2,874
负债合计	41,909	43,914	47,132	48,391	50,852
少数股东权益	1,759	1,865	2,071	2,301	2,557
归属母公司股东权益	34,919	35,905	37,814	39,951	42,324
负债和股东权益	78,587	81,684	87,017	90,643	95,732

重要财务指标					
单位:百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	75,515	74,993	79,001	84,061	89,450
同比(%)	6.7%	-0.7%	5.3%	6.4%	6.4%
归属母公司净利润	4,056	2,835	3,538	3,954	4,391
同比(%)	2.2%	-30.1%	24.8%	11.8%	11.1%
毛利率(%)	18.8%	16.7%	17.3%	17.4%	17.6%
ROE%	11.6%	7.9%	9.4%	9.9%	10.4%
EPS(摊薄)(元)	2.49	1.74	2.18	2.43	2.70
P/E	10.47	14.98	12.00	10.74	9.67
P/B	6.43	9.04	6.76	5.27	4.56

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	75,515	74,993	79,001	84,061	89,450
营业成本	61,328	62,473	65,338	69,429	73,741
营业税金及附加	344	297	332	353	376
销售费用	6,105	5,620	5,925	6,136	6,440
管理费用	2,422	2,408	2,536	2,698	2,871
研发费用	782	764	814	866	921
财务费用	-20	38	56	47	13
减值损失合计	-4	-407	-10	-10	-10
投资净收益	265	294	280	280	280
其他	305	316	260	260	260
营业利润	5,121	3,596	4,531	5,061	5,618
营业外收支	-10	11	-20	-20	-20
利润总额	5,110	3,608	4,511	5,041	5,598
所得税	851	607	767	857	952
净利润	4,259	3,001	3,744	4,184	4,647
少数股东损益	204	165	206	230	256
归属母公司净利润	4,056	2,835	3,538	3,954	4,391
EBITDA	5,772	4,627	5,662	6,332	6,870
EPS(当年)(元)	2.50	1.74	2.18	2.43	2.70

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	4,104	3,442	2,277	8,512	5,758
净利润	4,259	3,001	3,744	4,184	4,647
折旧摊销	985	936	1,095	1,244	1,259
财务费用	446	418	438	442	443
投资损失	-250	-322	-280	-280	-280
营运资金变动	-1,318	-967	-2,834	2,812	-420
其它	-19	376	113	110	110
投资活动现金流	-3,115	-5,964	-416	-1,300	-1,300
资本支出	-1,615	-1,126	-1,154	-1,370	-1,370
长期投资	-1,885	-5,054	1,361	-150	-150
其他	384	216	-623	220	220
筹资活动现金流	-1,978	-1,006	-295	-2,829	-1,930
吸收投资	20	41	0	0	0
借款	945	806	500	-600	500
支付利息或股息	-981	-3,521	1,570	4,383	2,527

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。

贺鑫，医药联席首席分析师，北京大学汇丰商学院硕士，上海交通大学工学学士，5 年医药行业研究经验，2024 年加入信达证券，主要覆盖医疗服务、CXO、生命科学上游、中药等细分领域。

曹佳琳，医药分析师，中山大学岭南学院数量经济学硕士，3 年医药生物行业研究经历，曾任职于方正证券，2023 年加入信达证券，负责医疗器械设备、体外诊断、ICL 等领域的研究工作。

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。

赵丹，医药分析师，北京大学生物医学工程硕士，2 年创新药行业研究经历，2024 年加入信达证券。主要覆盖创新药。

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。