



Research and
Development Center

25Q3 报表端已企稳修复，冲击圆满完成“十四五”，重点布局“十五五” ——白云山(600332)公司首次覆盖报告

2025 年 12 月 11 日

唐爱金 医药行业首席分析师
S1500523080002
tangaijin@cindasc.com

章钟涛 医药行业分析师
S1500524030003
zhangzhongtao@cindasc.com

证券研究报告

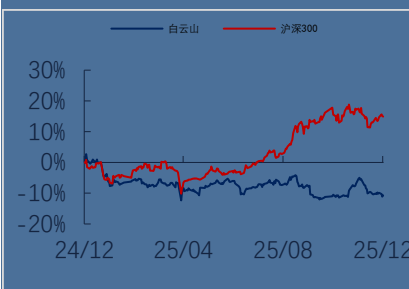
公司研究

公司首次覆盖报告

白云山 (600332)

投资评级 买入

上次评级



资料来源：聚源，信达证券研发中心

公司主要数据

收盘价 (元)	25.70
52 周内股价波动区间 (元)	29.57-25.24
最近一月涨跌幅 (%)	-5.76
总股本 (亿股)	16.26
流通 A 股比例 (%)	86.47
总市值 (亿元)	398.60

资料来源：聚源，信达证券研发中心

相关研究：

单 Q3 归母净利润增速超 30%，25H2 已呈边际改善趋势

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

25Q3 报表端已企稳修复，冲击圆满完成“十四五”，重点布局“十五五”

2025 年 12 月 11 日

报告内容摘要：

◆**核心逻辑：**1) 2025 年公司基本已完成治理层及中层干部调整，新治理层、新经营理念、新发展起点，且 2025Q3 报表端已呈现出业绩拐点。2) 2024 年公司分红比例提升至 46% (2019-2023 年间公司的分红比例均维持在 30%左右)，对应的 2024 年公司 A 股的股息率约 2.81% (同比提升约 0.19 个百分点)，而 H 股股息率约 4.83% (同比提升约 1.05 个百分点)。3) 2025 年 11 月，广药集团召开专题工作会议，对四季度冲刺及收官工作进行再动员、再部署、再督导，以确保“十四五”时期各项经营任务圆满收官。“十五五”聚焦持续筑牢打造世界一流企业的坚实基础，力争在“谋定方向”的前提下，真正实现“行稳致远”的发展愿景。

◆治理层团队迎来新变化，开启“十五五”新战略周期聚焦高质量发展：

①**新治理层与经营理念，迎来新发展起点。**2025 年公司及旗下核心子公司均已完成高管团队调整。2025 年 1 月李小明先生上任白云山董事长、执行董事，此前担任广州市公共交通集团有限公司董事长。在任期间，广州公交集团收入增速明显提升，同时公司经营质量逐步提升。我们认为，在白云山新的治理层的领导下，公司的经营质量有望逐步提升。目前公司聚焦国际化、数字化、研发创新、治理改善等。在研发创新方面，白云山制药总厂研发的 BYS10 片进入关键注册临床试验，有望成为国产创新抗肿瘤药物的代表性产品。②**2025Q3 单季度业绩迎来拐点。**在收入方面，2025Q3 单季度公司收入达 197.71 亿元，同比增长约 10%。在利润方面，2025Q3 单季度公司扣非归母净利润达 6.64 亿元，同比增长约 29%。③**在分红派息方面，**2019-2023 年间公司的分红比例均维持在 30%左右，2024 年分红比例提升至 46%，2024 年公司 A 股的股息率约 2.81% (同比提升约 0.19 个百分点)，而 H 股股息率约 4.83% (同比提升约 1.05 个百分点)。④**在战略布局方面，**2025 年 11 月，为深入贯彻落实集团“冲刺全年目标稳增长”工作部署，确保“十四五”时期各项经营任务圆满收官，广药集团召开专题工作会议，对四季度冲刺及收官工作进行再动员、再部署、再督导。2025 年 8 月，广药集团召开“十五五”战略规划和数字化转型规划项目联合启动会，全面启动企业中长期战略编制工作。2025 年 10 月，广药集团召开“十五五”战略规划项目阶段性成果汇报会。在新一轮战略布局下，公司有望迎来发展新态势，以战略规划为引领，以数字化转型为引擎，赋能公司高质量发展。

◆**大商业保持稳健发展，大南药业务短期承压：**①**大商业板块**为公司收入基石。2020-2024 年间大商业板块收入 CAGR 约 6%，2024 年大商业板块收入达 545.5 亿元 (同比+3%)，2025H1 大商业板块收入增速仍超 4%，收入规模达 290 亿元。考虑近年来大商业业务一直处于稳健发展，叠加公司在华南等地具备较强竞争力，我们认为公司的大商业板块收入将实现稳健增长。②**大南药方面，**2025H1 中药收入占比约 60%。2020-2024 年间大南药板块收入 CAGR 约-1%，其中中药收入 CAGR 约 8%，而化药收入 CAGR 约-11%。2024 年大南药板块收入 97.56 亿元 (同比-10%)，其中中药收入 60.66 亿元 (同比-3%)，而化药收入 36.9 亿元 (同比-20%)。中成药业务近年处于去库存的周期，而化药业务由于行业竞争加剧、限抗令、集采等因素影响有所下降，大南药业务短期承压。③**大健康方面，**2020-2024 年间大健康板块收入 CAGR 约 5%，2024 年大健康板块收入达 97.05 亿元 (同比-13%)，2025H1 大健康板块收入增速仍超 7%，收入规模达 70 亿元。公司目前正推行多个新品以及国际化战略。

◆**盈利预测及投资评级：**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 37.35 亿元、39.63 亿元、44.27 亿元，同比分别增长约 31.7%、6.1%、11.7%，对应 2025/12/10 股价 PE 分别约为 11 倍、11 倍、9 倍。首次覆盖，我们给予公司“买入”投资评级。

◆**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	3,735	3,963	4,427
增长率 YoY%	2.2%	-30.1%	31.7%	6.1%	11.7%
毛利率%	18.8%	16.7%	16.9%	17.1%	17.2%
净资产收益率 ROE%	11.6%	7.9%	9.7%	9.6%	10.0%
EPS(摊薄)(元)	2.49	1.74	2.30	2.44	2.72
市盈率 P/E(倍)	10.30	14.74	11.19	10.54	9.44
市净率 P/B(倍)	1.20	1.16	1.08	1.01	0.94

资料来源: wind, 信达证券研发中心预测; 股价为 2025 年 12 月 10 日收盘价

目录

一、新治理层带来新变化，全力以赴打赢“十四五”收官战	6
1.1 2025 年公司旗下核心子公司均已完成高管团队调整	6
1.2 新治理层，新经营理念，新发展起点	7
1.3 2025Q3 单季度业绩迎来拐点，扣非归母净利润增速达 29%	9
1.4 2024 年分红比例显著提升，冲击圆满完成“十四五”，重点布局“十五五”	9
二、大商业稳健发展，大南药短期承压，大健康 25H1 增速超 7%	11
2.1 大商业：公司收入基石，2025H1 收入增速超 4%	11
2.2 大南药：2025H1 中药收入占比约 60%	11
2.3 大健康：2025H1 大健康收入增速超 7%，王老吉全球化布局持续加速	12
三、业务拆分&估值	14
3.1 业务拆分	14
3.2 盈利预测	15
3.3 估值	15
四、风险因素	16

表目录

表 1: 广药集团及白云山核心高管变动汇总	6
表 2: 白云山核心子公司高管变动	6
表 3: 广州公交集团各业务收入变动	7
表 4: 东南亚各国及中国非酒精饮料市场规模及增速（单位：亿美元）	13
表 5: 白云山业务拆分	14
表 6: 白云山盈利预测	15
表 7: 可比公司估值	15

图目录

图 1: 近年广州公交集团收入变动	7
图 2: 近年广州公交集团毛利率变动	8
图 3: 近年广州公交集团费用率及利润率变动	8
图 4: 近年公司单季度收入变动	9
图 5: 近年公司单季度扣非利润变动	9
图 6: 近年公司单季度盈利能力变动	9
图 7: 近年公司单季度期间费用率变动	9
图 8: 近年公司分红比例	10
图 9: 近年公司 A 股和 H 股股息率	10
图 10: 近年公司商业收入	11
图 11: 近年公司利润变动	11
图 12: 近年公司大南药收入变动	11
图 13: 近年公司大南药收入结构变动	11
图 14: 近年大南药毛利率走势	12
图 15: 近年大南药利润变动	12
图 16: 近年公司大健康收入变动	12
图 17: 近年公司大健康利润变动	12
图 18: 王老吉国际罐示意图	13

投资聚焦

1. 治理层团队迎来新变化，开启“十五五”新战略周期聚焦高质量发展

2025 年公司及旗下核心子公司均已完成高管团队调整。2025 年 1 月李小军先生上任白云山董事长、执行董事，此前担任广州市公共交通集团有限公司董事长。我们认为，在白云山新的治理层的领导下，公司的经营质量有望逐步提升。目前公司聚焦国际化、数字化、研发创新、治理改善等。在研发创新方面，白云山制药总厂研发的 BYS10 片进入关键注册临床试验，有望成为国产创新抗肿瘤药物的代表性产品。此外，公司 2025Q3 单季度业绩迎来拐点。**在分红派息方面**，2024 年分红比例提升至 46%（2019-2023 年间公司的分红比例均维持在 30%左右），2024 年公司 A 股的股息率约 2.81%（同比提升约 0.19 个百分点），而 H 股股息率约 4.83%（同比提升约 1.05 个百分点）。**在战略布局方面**，2025 年 11 月，广药集团召开专题工作会议，确保“十四五”时期各项经营任务圆满收官。此外，广药集团稳步推进“十五五”战略规划和数字化转型规划。在新一轮战略布局下，公司有望迎来发展新态势，以战略规划为引领，以数字化转型为引擎，赋能公司高质量发展。

2. 大商业保持稳健发展，大南药业务短期承压，大健康国际化布局持续加速

大商业板块为公司收入基石。2020-2024 年间大商业板块收入 CAGR 约 6%，2024 年大商业板块收入达 545.5 亿元（同比+3%），2025H1 大商业板块收入为 290 亿元（同比+4%）。考虑近年来大商业业务一直处于稳健发展，叠加公司在华南等地具备较强竞争力，我们认为公司的大商业板块收入将实现稳健增长。

大南药方面，2020-2024 年间大南药板块收入 CAGR 约-1%，其中中药收入 CAGR 约 8%，而化药收入 CAGR 约-11%。中成药业务近年处于去库存的周期，而化药业务由于行业竞争加剧、限抗令、集采等因素影响有所下降，大南药业务短期承压。

大健康方面，2020-2024 年间大健康板块收入 CAGR 约 5%，2024 年大健康板块收入达 97.05 亿元（同比-13%），2025H1 大健康板块收入增速仍超 7%，收入规模达 70 亿元。公司目前正推行多个新品以及国际化战略，有望提升其品牌影响力与大健康业务的收入规模。

一、新治理层带来新变化，全力以赴打赢“十四五”收官战

1.1 2025 年公司及旗下核心子公司均已完成高管团队调整

自 2024 年 11 月起白云山控股股东广药集团及白云山董事会开始调整，2024 年 11 月李小军先生担任广药集团董事长，2025 年 1 月李小军先生上任白云山董事长、执行董事，此前李小军担任广州市公共交通集团有限公司董事长。2025 年 6 月陈杰辉先生担任广药集团副董事长、总经理，2025 年 9 月陈杰辉先生担任白云山副董事长、执行董事。此外，2025 年 6 月唐和平先生担任白云山执行董事，程洪进先生担任白云山执行董事。

表1: 广药集团及白云山核心高管变动汇总

公司	姓名	职务	任职日期	出生年份	简历
广药集团	李小军	董事长	2024年11月	1971	历任广州百货企业集团有限公司纪委书记、广州市发展集团股份有限公司纪委书记、广州市公共交通集团有限公司董事长。
	陈杰辉	副董事长；总经理	2025年6月	1975	曾任广州市地方税务局办公室主任、国家税务总局广州市税务局办公室主任广州轻工工贸集团有限公司党委委员、副总经理，广州医药集团有限公司党委副书记、董事、工会主席等职务。
白云山	李小军	董事长，执行董事	2025年1月	1971	-
	陈杰辉	副董事长，执行董事	2025年9月	1975	-
	唐和平	执行董事	2025年6月	1971	曾先后担任深圳市燃气集团股份有限公司审计经理等，广州友谊集团股份有限公司财务部副部长、部长、总监，广州百货企业集团有限公司和广州珠江实业集团有限公司监事会主席等职务。唐先生现任广药集团党委委员和总会计师等。
	程洪进	执行董事	2025年6月	1970	曾先后担任广州工业投资控股集团有限公司工会筹备组副组长等；广州工控产业研究整合中心主任；广东南方碱业股份有限公司董事；广州市公共交通集团有限公司、广州市城市建设投资集团有限公司和广州市建筑集团有限公司的专职外部董事等职务。程先生现任广药集团党委委员、副总经理。

资料来源: ifind, 信达证券研发中心

2025 年白云山旗下的核心子公司同样完成董事会及高管调整。1) 广州医药方面，2025 年 7 月陈光焰先生担任董事长，2025 年 8 月程震女士担任总裁。2) 王老吉大健康方面，2025 年 3 月陈昆南先生担任董事长，而方达锋先生担任总经理。3) 白云山制药总厂方面，2025 年 3 月孔箭先生担任党委书记、厂长等。

表2: 白云山核心子公司高管变动

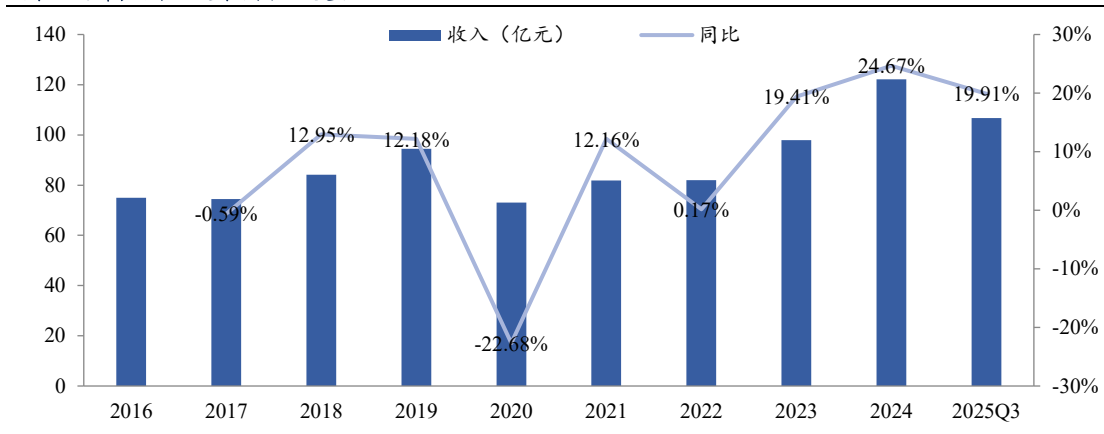
公司	姓名	职务	任职日期	出生年份	简历
广州医药	陈光焰	董事长	2025年7月	1967	历任广州制药厂车间工艺员、质检科科长及质管部经理；1999年7月至2000年6月，任深圳市源政药业有限公司发展部注册与临床事务经理；2000年6月至2004年12月，历任广药有限人保部干事、质量部部长及物流中心副总监；2005年1月至2018年6月，历任广州国盘常务副总经理、总经理、执行董事；2011年8月至2015年12月，历任广药有限运营管理部总监、质量管理工作负责人、营销总部总经理、公司副总裁；2016年1月至今，担任广州医药股份有限公司总裁；2015年12月至今，任广州医药股份有限公司董事。
	程震	总裁	2025年8月	1976	历任广药有限业务员、区域经理、本部医院销售部副总监、本部省内医院销售部总监、销售中心广东省医院销售部总监、销售中心总监、广州市医院销售部总监及销售支持部总监；2014年1月至今，任广州医药营销总部副总经理；2018年6月至今，任广州医药股份有限公司副总裁。
	蒋宁	副总裁	2025年8月	1979	曾就职广州医药有限公司、湖南广药恒生医药有限公司、广州健民医药有限公司、广州健民医药连锁有限公司、广州医药（香港）有限公司、广州采芝林药业连锁有限公司、健民国际有限公司、广州澳马医疗器械有限公司。
	黄毅杰	财务负责人	2025年4月	1975	在立信羊城会计师事务所有限公司任审计员、项目经理、高级审计经理；2013年2月至2023年1月，在索菲亚家居股份有限公司历任结算中心副总经理、总经理、财务总监、董事会秘书。
王老吉大健康	陈昆南	董事长	2025年3月	1965	曾任广州白云山制药股份有限公司董事、副总经理，广州白云山天心制药股份有限公司董事长、总经理、党委书记。
	方达锋	总经理	2025年3月	-	曾任担任采芝林药业党委副书记、总经理等。
白云山制药总厂	孔箭	党委书记；厂长	2025年3月	-	-

资料来源: ifind, 信达证券研发中心

1.2 新治理层，新经营理念，新发展起点

2023年1月-2024年11月期间李小军先生担任广州公交集团董事长，2022-2024年间广州公交集团收入CAGR约22%，2024年广州公交集团收入达122.11亿元。我们认为，2023-2024年间广州公交集团收入增长一方面系疫情调控政策优化后出行恢复，另一方面系公司的能源与商品业务及货运物流快速增长相关。

图1: 近年广州公交集团收入变动



资料来源: ifind, 信达证券研发中心

从业务构成上看，2022-2024年间城市公交业务收入CAGR约8%（2024年城市公交业务收入约20.2亿元，占比约17%），出行服务业务收入CAGR约2%（2024年出行服务收入约13.41亿元，占比约11%），货运物流收入CAGR约22%（2024年货运物流收入约26.61亿元，占比约22%），能源及商品销售收入CAGR约45%（2024年能源及商品销售收入约44.41亿元，占比约36%），而其他业务收入CAGR约15%（2024年其他收入约17.47亿元，占比约14%）。

表3: 广州公交集团各业务收入变动

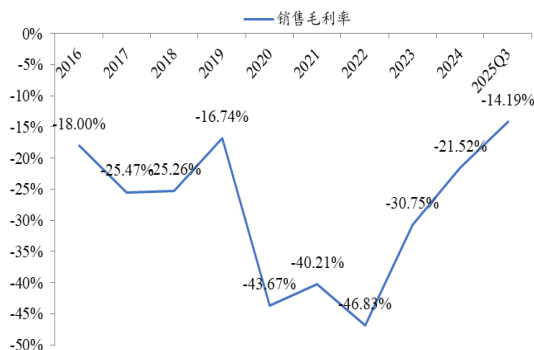
广州公交集团各业务收入增速						
项目	城市公交	出行服务	货运物流	能源与商品销售	其他业务	总计
2022	-25.24%	-11.72%	6.30%	41.79%	3.16%	0.16%
2023	8.16%	13.67%	-9.54%	62.31%	10.31%	19.42%
2024	8.47%	-8.21%	65.80%	30.18%	20.08%	24.66%
2025H1	3.16%	-14.87%	15.31%	15.52%	167.58%	22.63%
广州公交集团各业务收入占比						
项目	城市公交	出行服务	货运物流	能源与商品销售	其他业务	总计
2022	21%	16%	22%	26%	16%	100%
2023	19%	15%	16%	35%	15%	100%
2024	17%	11%	22%	36%	14%	100%
2025H1	15%	9%	19%	38%	19%	100%

资料来源: 广州公交集团公司公告, 信达证券研发中心

2022-2025Q3 间广州公交集团经营质量逐年改善。在毛利率方面，广州公交集团毛利率从2022年的-46.83%提升至2024年的-21.52%，年均提升约13个百分点。广州公交集团毛利率为负主要是城市公交业务影响，2024年城市公交业务毛利率为-213.4%，城市公交业务属于由政府定价的准公益性业务，收费水平受政府物价部门制定的价格政策文件确定，业务营业收入无法覆盖营业成本，故呈现负毛利率。**在期间费用率方面，**广州公交集团期间费用率从2022

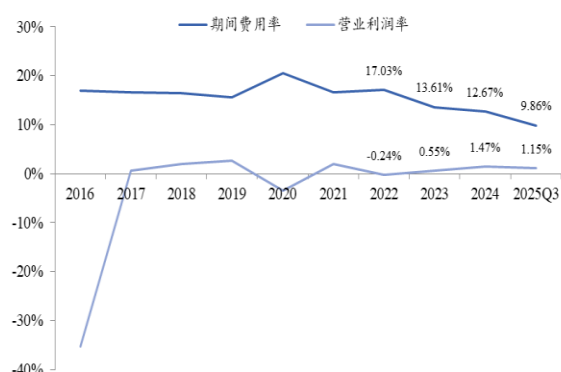
年的 17.03% 下降至 2024 年的 12.67%，年均下降约 2 个百分点。同时，广州公交集团的营业利润率从 2022 年的 -0.24% 提升至 2024 年的 1.47%。我们认为，公司毛利率、营业利润率端的改善主要与广州公交集团的经营改善相关，相关措施包括强化成本控制，优化线路、优化场地资源配置等。

图2: 近年广州公交集团毛利率变动



资料来源: ifind, 信达证券研发中心

图3: 近年广州公交集团费用率及利润率变动



资料来源: ifind, 信达证券研发中心

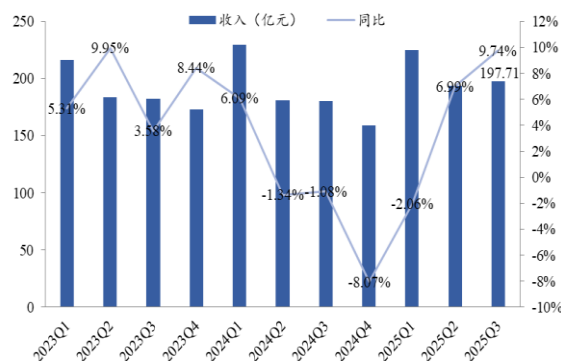
李小军先生在担任广州公交集团期间，广州公交集团收入增速明显提升，同时公司经营质量逐步提升（诸如毛利率提升、营业利润率提升）。我们认为，白云山新的治理层的领导下，经营质量有望逐步提升。目前公司聚焦国际化、数字化、研发创新、治理改善等。

- ◆ **国际化方面：**截至 25H1，公司中成药产品持续拓展海外市场，小柴胡颗粒成功获得澳门中成药注册证书，滋肾育胎丸、安宫牛黄丸等产品加快推进海外地区注册工作。健康产品海外扩展步伐持续加速，推出“WALOV+王老吉”双标识国际罐，于沙特阿拉伯、马来西亚等多个国家完成注册。
- ◆ **数字化方面：**公司与国内龙头企业强强联合，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。具体上看，公司药物警戒系统开展二期建设，中一药业全面启动国家工信部“中药绿色智能制造技术项目”。
- ◆ **研发创新方面：**公司瞄准中药新药机遇，积极布局医疗机构制剂新药转化，推进广州市医疗机构制剂中心项目建设，并完成设立广州采制药有限公司。截至 25H1，公司共获得药品注册相关批件 15 项；获得省科技进步奖 2 项，国家级协会学会奖 5 项，日内瓦发明展金奖 1 项；新增国家级平台 1 个，省级平台 1 个，省级资质 1 家，其中采芝林药业牵头的“广东创新中药制剂转化中试平台”成功入选工信部首批中试平台。此外，2025 年 9 月白云山制药总厂研发的选择性 RET 小分子抑制剂 BYS10 片收到国家药品监督管理局药品审评中心的反馈意见，同意 BYS10 片未来采用 II 期单臂临床试验申请上市。这意味着 BYS10 片进入关键注册临床试验，有望成为国产创新抗肿瘤药物的代表性产品。
- ◆ **治理改善方面：**截至 25H1，公司完成本部机构改革，进一步优化明晰各部门的职能与权责边界。同时，公司不断调整优化考核指标，激发人才队伍能动性；积极优化采购平台管理模式，推进降本增效。

1.3 2025Q3 单季度业绩迎来拐点，扣非归母净利润增速达 29%

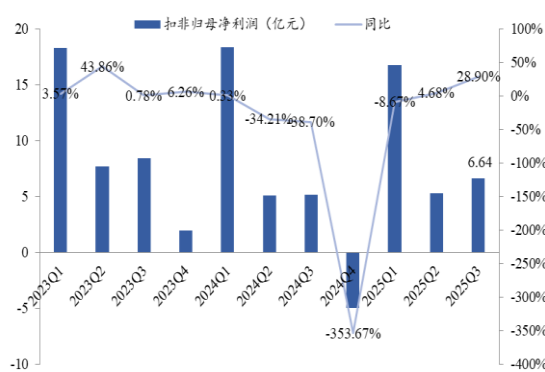
2025Q3 单季度公司报表端迎来拐点。在收入方面，2025Q3 单季度公司收入达 197.71 亿元，同比增长约 10%。在利润方面，2025Q3 单季度公司扣非归母净利润达 6.64 亿元，同比增长约 29%。

图4: 近年公司单季度收入变动



资料来源: ifind, 信达证券研发中心

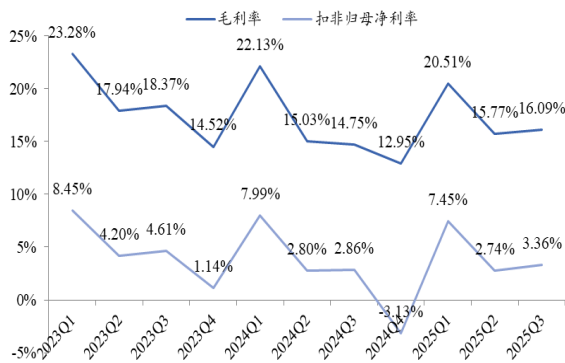
图5: 近年公司单季度扣非利润变动



资料来源: ifind, 信达证券研发中心

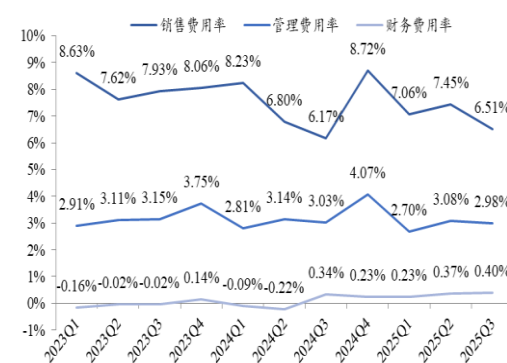
2025Q3 公司单季度扣非归母净利率达 3.36%，同比提升 0.5 个百分点。我们认为，扣非归母净利率的提升主要与公司毛利率提升相关，25Q3 单季度公司毛利率提升 1.34 个百分点（25Q3 单季度公司毛利率约 16.09%）。

图6: 近年公司单季度盈利能力变动



资料来源: ifind, 信达证券研发中心

图7: 近年公司单季度期间费用率变动



资料来源: ifind, 信达证券研发中心

1.4 2024 年分红比例显著提升，冲击圆满完成“十四五”，重点布局“十五五”

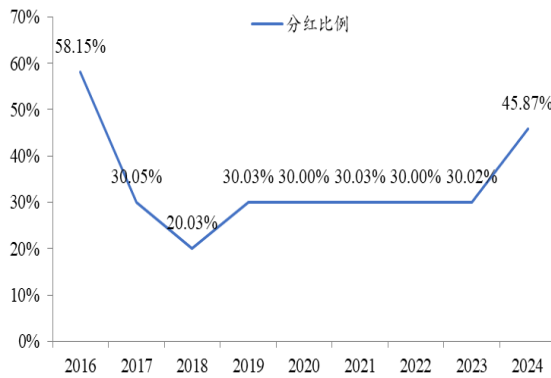
◆ 2024 年分红比例提升至 46%，2024 年 H 股股息率约 4.83%

从分红比例上看，2024 年公司分红比例提升至 46%，而 2019-2023 年间公司的分红比例均维持在 30% 左右，2024 年分红比例提升明显。

从股息率上看，由于 2024 年公司分红比例显著提升，2024 年公司 A 股的股息率约 2.81%（同比提升约 0.19 个百分点），而 H 股股息率约 4.83%（同比提升约 1.05 个百分点）。

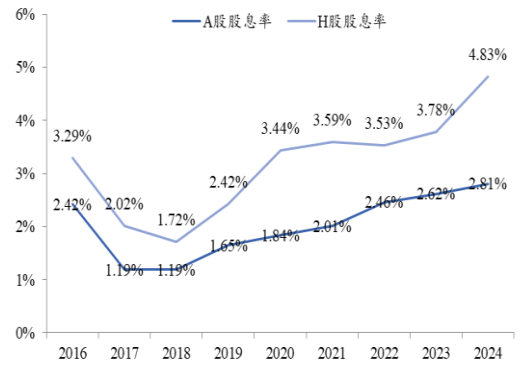


图8: 近年公司分红比例



资料来源: ifind, 信达证券研发中心

图9: 近年公司 A 股和 H 股股息率



资料来源: ifind, 信达证券研发中心

◆ 冲击圆满完成“十四五”，重点布局“十五五”

2025 年 11 月，为深入贯彻落实集团“冲刺全年目标稳增长”工作部署，确保“十四五”时期各项经营任务圆满收官，广药集团召开专题工作会议，对四季度冲刺及收官工作进行再动员、再部署、再督导。会议明确四点工作要求：**①坚定发展信心，全力以赴稳增长。**确保实现规模扩张与效益提升同步推进，坚决守住全年目标底线。**②着眼长远发展，科学谋划重大项目。**在全力冲刺年末任务的同时，紧扣集团战略发展方向，提前布局 2026 年重点工作。**③深化精细化管理，全面推进降本增效。**将成本管控与效能提升贯穿生产经营全链条，优化资源配置结构，提升管理运营效率，不断增强企业核心盈利能力与高质量发展水平。**④坚持创新驱动，积极培育新增长点。**

在“十五五”规划方面：**①2025 年 8 月，广药集团召开“十五五”战略规划和数字化转型规划项目联合启动会，全面启动企业中长期战略编制工作。**李小军在启动会上强调，要紧紧把握国家赋予的历史性战略机遇，精准破解制约长远发展的瓶颈难题，以思想与行动的高度统一，全链条强化战略规划的引领效能，持续筑牢打造世界一流企业的坚实根基，力争在“谋定方向”的前提下，真正实现“行稳致远”的发展愿景。**②2025 年 10 月，广药集团召开“十五五”战略规划项目阶段性成果汇报会。**李小军提出三点要求，一是坚持战略引领，服务国家大局。规划要紧密对接国家生物医药产业发展战略，深度融入粤港澳大湾区建设，在服务国家发展大局中实现企业价值。二是推动战略下沉，凝聚全员共识。战略内容与宣贯方式要做到简单清晰、有温度、易理解，让最基层的员工“看得懂、听得进、愿意干”，形成上下一心的执行合力。三是压实主体责任，推进战略规划工作。各企业一把手要亲自抓战略、带头抓落实，以长期主义思维持续推进战略复盘与迭代，确保“十五五”规划既具前瞻性又务实可执行。对于“十四五”复盘工作完成质量不高的企业，要限期完善，确保战略规划建立在扎实的复盘基础之上。

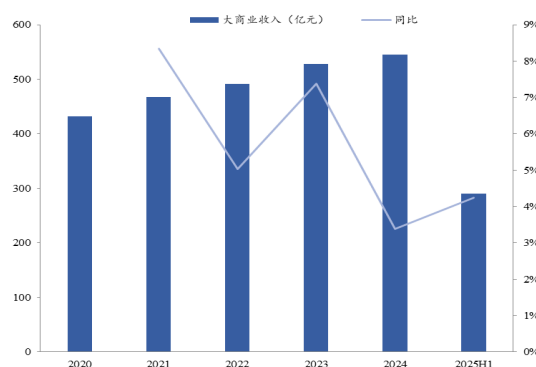
二、大商业稳健发展，大南药短期承压，大健康 25H1 增速超 7%

2.1 大商业：公司收入基石，2025H1 收入增速超 4%

在收入方面，2020-2024 年间大商业板块收入 CAGR 约 6%，2024 年大商业板块收入达 545.5 亿元（同比增长约 3%），2025H1 大商业板块收入增速仍超 4%，收入规模达 290 亿元。

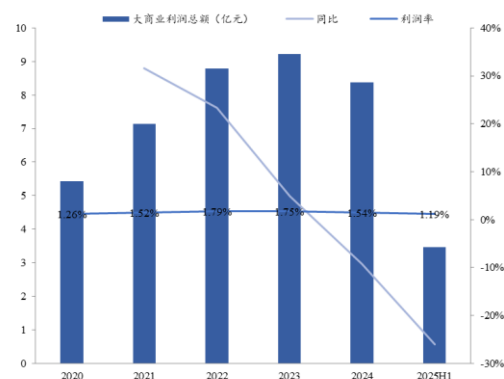
在利润方面，2020-2024 年间大商业板块利润总额 CAGR 约 12%，2024 年大商业板块利润总额约 8.38 亿元（同比-9%），2025H1 大商业板块利润总额为 3.46 亿元（同比-26%）。

图10: 近年公司商业收入



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图11: 近年公司利润变动

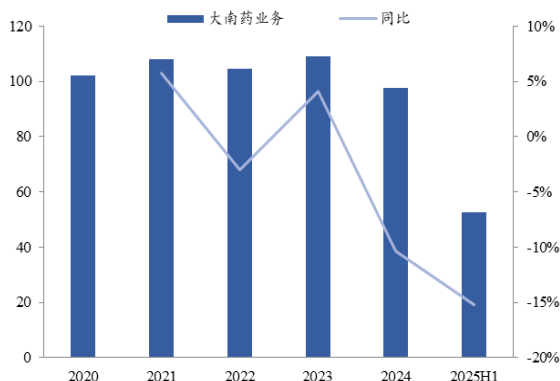


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

2.2 大南药：2025H1 中药收入占比约 60%

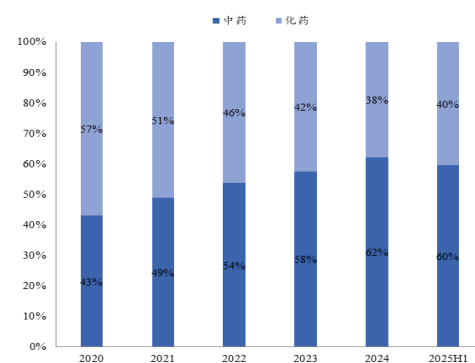
在收入方面，2020-2024 年间大南药板块收入 CAGR 约-1%，其中中药收入 CAGR 约 8%，而化药收入 CAGR 约-11%。2024 年大南药板块收入 97.56 亿元（同比-10%），其中中药收入 60.66 亿元（同比-3%），而化药收入 36.9 亿元（同比-20%）。

图12: 近年公司大南药收入变动



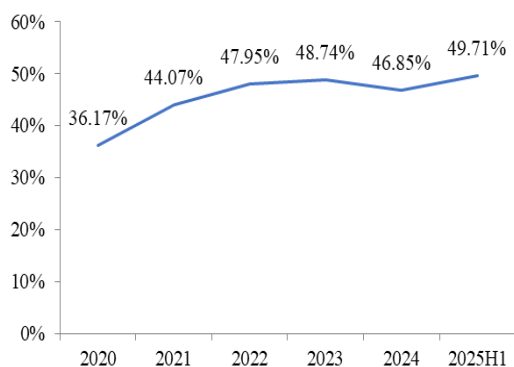
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图13: 近年公司大南药收入结构变动

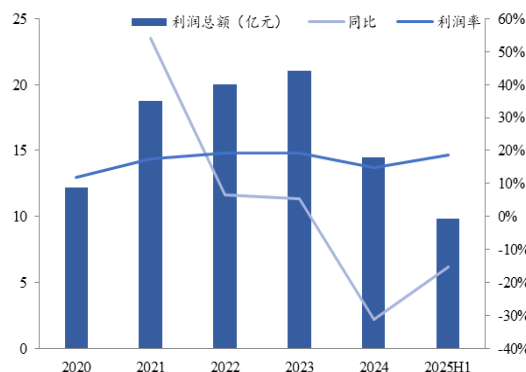


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

在利润方面，2020-2024 年间大南药板块利润总额 CAGR 约 4%，2024 年大南药板块利润总额约 14.51 亿元（同比-31%），2025H1 大南药板块利润总额为 9.82 亿元（同比-15%）。

图14: 近年大南药毛利率走势


资料来源: ifind, 信达证券研发中心

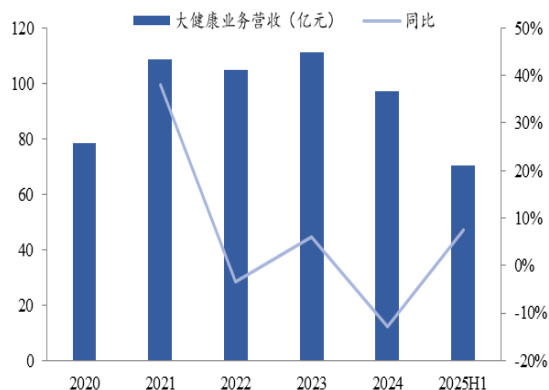
图15: 近年大南药利润变动


资料来源: ifind, 信达证券研发中心

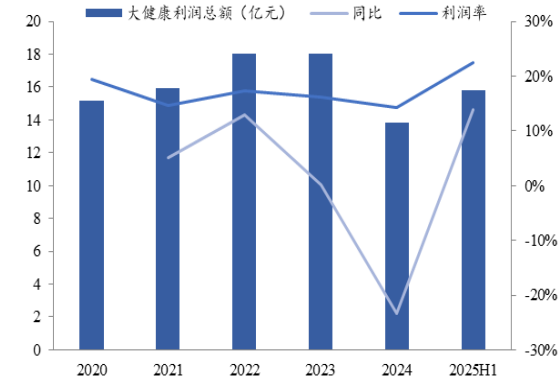
2.3 大健康: 2025H1 大健康收入增速超 7%，王老吉全球化布局持续加速

在收入方面，2020-2024 年间大健康板块收入 CAGR 约 5%，2024 年大健康板块收入达 97.05 亿元（同比-13%），2025H1 大健康板块收入增速仍超 7%，收入规模达 70 亿元。

在利润方面，2020-2024 年间大健康板块利润总额 CAGR 约-2%，2024 年大健康板块利润总额约 13.84 亿元（同比-23%），2025H1 大健康板块利润总额为 15.81 亿元（同比+14%）。

图16: 近年公司大健康收入变动


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图17: 近年公司大健康利润变动


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

王老吉的全球化步伐正持续加速。过去十年间，其海外市场规模扩张逾 6.5 倍，年复合增长率超过 25%，产品已覆盖 100 多个国家和地区。具体上看：1）2025 年 8 月 18 日，“中国的王老吉，世界的 WALOVI”王老吉国际罐全球发布盛典在上海举办，代表着王老吉全新品牌升级的四款国际罐产品正式发布。四款产品包装设计具备东方美学，涵盖经典、气泡、无糖和原味四大口味，其将在东南亚、北美、欧洲、大洋洲等地区上市。此外，王老吉定下打造多个亿级的海外本土市场的目标，并密集在海外布局供应链，实现海外本土化生产，加速出海步伐。2）2025 年 11 月 7 日，在由国际权威品牌评估机构 Brand Finance 主办的“2025 年亚洲品牌盛典”上，王老吉 WALOVI 国际罐正式登陆新加坡。3）2025 年 11 月 17 日，在马来西亚吉隆坡举行的 2025 年《财富》创新论坛上，王老吉 WALOVI 国际罐马来西亚上市仪式圆满举行。

图18: 王老吉国际罐示意图



资料来源: 凤凰网财经, 信达证券研发中心

根据DPO数据, 2023年东南亚无酒精饮料市场规模约727.2亿美元, 其中最大的细分市场(软饮)销售规模达444.8亿美元, DPO预计到2027年东南亚无酒精饮料市场规模达887亿美元。2023年中国无酒精饮料市场规模约1508亿美元, 即东南亚市场相当于中国市场的48%。

我们认为随着王老吉国际化的加速推进, 东南亚、北美、欧洲等地市场将逐步贡献大健康业务的第二增长动力, 未来值得持续关注国际化的布局进展。

表4: 东南亚各国及中国非酒精饮料市场规模及增速(单位: 亿美元)

项目	印尼	菲律宾	越南	泰国	马来西亚	斯里兰卡	中国
2023年	299.20	148.60	102.20	73.00	35.00	21.90	1,508.00
2027E	360.60	184.90	130.40	86.50	43.10	28.00	2,004.90
复合增速	4.78%	5.62%	6.28%	4.33%	5.34%	6.34%	7.38%

资料来源: DPO, 信达证券研发中心

三、业务拆分&估值

3.1 业务拆分

公司业务按照产品划分可分成大商业、大健康、大南药和其他共四大块业务。我们对公司四大业务做以下假设：

1) 大商业业务：考虑近年来大商业业务一直处于稳健发展，叠加公司在华南等地具备较强竞争力，我们预计 2025-2027 年间公司大商业收入增速分别为 5.5%、6%、6%。考虑近年来医药流通业务受集采、DRGs/DIP 等政策影响，业务毛利率有所下降，我们假设 2025-2027 年间毛利率分别为 6.35%、6.25%、6.25%。

2) 大健康业务：考虑 2025H1 大健康业务收入已实现 7% 的增长，叠加公司目前正推行多个新品以及国际化战略，我们预计 2025-2027 年大健康业务收入增速均为 8%。考虑公司大健康收入增长带来规模效应以及中药材原材料价格下降等影响，我们假设 2025-2027 年间大健康毛利率分别为 45.2%、45.5%、45.5%。

3) 大南药业务：大南药业务包括中成药业务和化药业务，其中中成药业务近年处于去库存的周期，而化药业务由于行业竞争加剧、限抗令、集采等因素影响有所下降，综合考虑各项因素，我们预计 2025-2027 年间大南药收入增速分别为 0.87%、6.89%、6.91%。考虑中药材原材料价格下降以及化药集采影响逐步减弱等因素，我们假设 2025-2027 年间大南药业务毛利率分别为 47.45%、48.01%、47.94%。

4) 其他业务：我们假设 2025-2027 年收入同比增速分别为 15%、8%、8%，同时毛利率均为 25%。

表5: 白云山业务拆分

项目 (亿元)	2024	2025E	2026E	2027E
总营收	749.93	790.01	840.61	894.50
同比	-0.69%	5.34%	6.40%	6.41%
成本	624.73	656.57	697.43	741.27
毛利率	16.70%	16.89%	17.03%	17.13%
1、大商业业务	545.50	575.50	610.03	646.63
增速	3.39%	5.50%	6.00%	6.00%
成本	510.41	538.96	571.91	606.22
毛利率	6.43%	6.35%	6.25%	6.25%
2、大健康业务	97.05	104.81	113.20	122.26
增速	-12.70%	8.00%	8.00%	8.00%
成本	55.21	57.44	61.69	66.63
毛利率	43.11%	45.20%	45.50%	45.50%
3、大南药业务	97.56	98.40	105.18	112.44
增速	-10.41%	0.87%	6.89%	6.91%
成本	51.85	51.71	54.68	58.54
毛利率	46.85%	47.45%	48.01%	47.94%
4、其他业务	9.82	11.29	12.19	13.17
增速	31%	15%	8%	8%
成本	7.26	8.47	9.15	9.88
毛利率	26.08%	25.00%	25.00%	25.00%

资料来源：公司公告，ifind，信达证券研发中心

3.2 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 37.35 亿元、39.63 亿元、44.27 亿元，同比分别增长约 31.7%、6.1%、11.7%，对应 2025/12/10 股价 PE 分别约为 11 倍、11 倍、9 倍。首次覆盖，我们给予公司“买入”投资评级。

表6: 白云山盈利预测

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	3,735	3,963	4,427
增长率YoY%	2.2%	-30.1%	31.7%	6.1%	11.7%
毛利率%	18.8%	16.7%	16.9%	17.1%	17.2%
净资产收益率ROE%	11.6%	7.9%	9.7%	9.6%	10.0%
EPS(摊薄)(元)	2.49	1.74	2.30	2.44	2.72
市盈率P/E(倍)	10.30	14.74	11.19	10.54	9.44
市净率P/B(倍)	1.20	1.16	1.08	1.01	0.94

资料来源: ifind, 信达证券研发中心 (注: 数据截至 2025/12/10)

3.3 估值

由于公司业务包括大商业、大南药和大健康，因而我们针对不同板块选取不同的可比公司。在医药商业板块，我们选取上海医药、国药一致、柳药集团作为可比公司，2025-2027 年间可比公司 PE 均值分别为 10 倍、10 倍、9 倍。在药品板块，我们选取云南白药、华润三九、达仁堂作为可比公司，2025-2027 年间可比公司 PE 均值分别为 20 倍、14 倍、17 倍。在健康板块，我们选取东鹏饮料、香飘飘、李子园作为可比公司，2025-2027 年间可比公司 PE 均值分别为 27 倍、29 倍、23 倍。

我们预计，2025-2027 年间白云山的 PE 估值分别为 11 倍、11 倍和 9 倍。我们认为当时公司估值并未完全体现大南药、大健康的估值，若考虑公司 25Q3 展现出的经营改善特征，叠加公司国际化方面的布局加速以及数字化建设和治理优化等，大南药及大健康板块业绩有望持续改善，届时大南药、大健康板块的估值有望重估。首次覆盖，我们给予公司“买入”投资评级。

表7: 可比公司估值

板块	公司	总市值(亿元)	归母净利润(亿元)			估值(PE)		
			2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
医药商业	上海医药	593.38	57.51	54.74	59.06	10.32	10.84	10.05
	国药一致	129.91	12.19	12.79	13.99	10.65	10.16	9.29
	柳药集团	71.65	8.15	8.53	8.90	8.79	8.40	8.05
均值		-	25.95	25.35	27.32	9.92	9.80	9.13
药品	云南白药	994.37	52.18	57.04	62.38	19.06	17.43	15.94
	华润三九	467.81	33.76	34.83	39.38	13.86	13.43	11.88
	达仁堂	260.93	10.05	22.73	10.89	25.96	11.48	23.97
均值		-	32.00	38.20	37.55	19.63	14.12	17.26
健康	东鹏饮料	1,346.89	32.72	45.42	57.63	41.17	29.66	23.37
	香飘飘	62.39	3.03	1.68	2.27	20.59	37.22	27.46
	李子园	47.09	2.27	2.25	2.49	20.72	20.94	18.88
均值		-	12.67	16.45	20.80	27.49	29.27	23.24
白云山		398.60	37.35	39.63	44.27	11.19	10.54	9.44

资料来源: ifind, 信达证券研发中心 (注: 数据截至 2025/12/10)

注: 可比公司盈利预测来自 ifind 一致预期。

四、风险因素

- ◆ **产品推广风险：**公司中药、化药、大健康产品面临产品推广风险，可能会影响产品的销售情况，进而对公司整体业绩产生不利影响。
- ◆ **凉茶市场开拓不及预期：**王老吉等产品在海外市场面临着文化差异、国际商标权的争夺和竞争激烈等问题，市场开拓可能不及预期。
- ◆ **市场竞争风险：**医药行业竞争激烈。化学药中“金戈”面临着大量仿制药的竞争，且中成药市场产品同质化严重。公司若不能推出具有竞争力的创新药品，将会面临更大的竞争压力。
- ◆ **应收账款回收不及预期：**公司应收账款持续增加，回款压力大。若不能有效实现现金回笼，公司或将面临现金流恶化的风险。
- ◆ **监管政策变动风险：**医药行业受到监管政策的影响较大。一致性评价、带量采购、医保支付方式改革等政策措施将持续影响医药市场格局。若公司不能及时适应政策变化，可能进一步压缩公司的利润空间。

资产负债表					
会计年度	单位:百万元				
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	55,984	57,762	64,980	68,943	74,545
货币资金	21,309	18,273	20,390	25,440	28,774
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	657	697	740
存货	11,507	12,812	13,304	14,111	14,981
其他	6,366	9,819	14,119	11,203	11,505
非流动资产	22,603	23,921	22,864	23,142	23,369
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	12,557	12,515	12,532
资产总计	78,587	81,684	87,844	92,085	97,914
流动负债	36,235	38,916	42,126	43,233	45,575
短期借款	7,799	9,123	10,123	9,423	9,823
应付票据	3,844	4,585	4,742	5,033	5,347
应付账款	11,842	11,735	12,220	12,969	13,778
其他	12,750	13,473	15,042	15,808	16,628
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	47,246	48,482	50,954
少数股东权益	1,759	1,865	2,082	2,313	2,571
归属母公司股东权益	34,919	35,905	38,516	41,290	44,389
负债和股东权益	78,587	81,684	87,844	92,085	97,914

重要财务指标					
会计年度	单位:百万元				
	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	3,735	3,963	4,427
同比(%)	2.2%	-30.1%	31.7%	6.1%	11.7%
毛利率(%)	18.8%	16.7%	16.9%	17.1%	17.2%
ROE%	11.6%	7.9%	9.7%	9.6%	10.0%
EPS(摊薄)(元)	2.49	1.74	2.30	2.44	2.72
P/E	10.30	14.74	11.19	10.54	9.44
P/B	1.20	1.16	1.08	1.01	0.94
EV/EBITDA	6.43	9.04	6.23	4.93	4.10

利润表					
会计年度	单位:百万元				
	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	65,657	69,686	74,029
营业税金及附加	344	297	332	353	376
销售费用	6,105	5,620	5,886	6,094	6,351
管理费用	2,422	2,408	2,489	2,522	2,684
研发费用	782	764	790	841	895
财务费用	-20	38	56	43	3
减值损失合计	-4	-407	-10	-10	-10
投资净收益	265	294	300	300	300
其他	305	316	700	260	260
营业利润	5,121	3,596	4,782	5,072	5,664
营业外收支	-10	11	-20	-20	-20
利润总额	5,110	3,608	4,762	5,052	5,644
所得税	851	607	810	859	959
净利润	4,259	3,001	3,952	4,193	4,684
少数股东损益	204	165	217	231	258
归属母公司净利润	4,056	2,835	3,735	3,963	4,427
EBITDA	5,772	4,627	5,951	6,377	6,980
EPS(当年)(元)	2.50	1.74	2.30	2.44	2.72

现金流量表					
会计年度	单位:百万元				
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金	4,104	3,442	2,109	8,530	5,855
净利润	4,259	3,001	3,952	4,193	4,684
折旧摊销	985	936	1,133	1,282	1,333
财务费用	446	418	438	442	443
投资损失	-250	-322	-300	-300	-300
营运资金变动	-1,318	-967	-2,788	2,803	-416
其它	-19	376	-327	110	110
投资活动现金流	-3,115	-5,964	-206	-1,280	-1,280
资本支出	-1,615	-1,126	-964	-1,370	-1,370
长期投资	-1,885	-5,054	1,361	-150	-150
其他	384	216	-603	240	240
筹资活动现金流	-1,978	-1,006	211	-2,200	-1,241
吸收投资	20	41	0	0	0
借款	945	806	500	-600	500
支付利息或股息	-1,606	-2,324	-1,559	-1,630	-1,771
现金流净增加额	-981	-3,521	2,117	5,049	3,334

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。