

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

白云山 (600332)

投资评级 买入

上次评级 买入

唐爱金 医药行业首席分析师
执业编号: S1500523080002
邮箱: tangaijin@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:

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”

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

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

25 年分红金额创历史新高, 期待 26Q1 业绩开门红

2026 年 03 月 24 日

事件: 公司发布 2025 年年报, 2025 年公司实现营业收入 776.56 亿元 (同比+3.55%), 归母净利润 29.83 亿元 (同比+5.21%), 扣非归母净利润 23.63 亿元 (同比+0.29%), 2025 年公司拟派发现金红利 13.82 亿元 (分红比例达 46.32%)。其中, 2025Q4 单季度公司实现营业收入 160.5 亿元 (同比+0.74%), 实现归母净利润-3.27 亿元 (同比-1.07%), 扣非归母净利润-5.06 亿元 (同比-1.34%), 经营现金流净额 17.4 亿元 (同比-58.52%)。

点评:

➤ **收入端商业表现亮眼&药品承压, 25Q4 单季度利润短期承压: ①从收入上看,** 2025 年医药商业收入规模 569.83 亿元 (同比+6.21%), 天然饮品收入规模 96.72 亿元 (同比-0.34%), 现代中药收入规模 67.76 亿元 (同比-6.54%), 化药科技收入规模 24.82 亿元 (同比-4.13%)。若单看具体药品品种, 2025 年枸橼酸西地那非销量为 7987 万片 (同比-9.08%), 消渴丸销量 3893 万瓶 (同比+24.47%), 小柴胡颗粒销量 3547 万盒 (同比-19.59%)。**②从利润上看,** 2025Q4 单季度利润端承压, 我们认为这或与业务收入结构、费用率变化等因素相关, 2025Q4 单季度收入同比+0.74%, 而毛利率同比下降 1.95 个百分点 (为 11%), 这或与 2025Q4 单季度收入结构变动相关; 其次, 2025Q4 单季度公司期间费用率有所提升, 诸如 2025Q4 单季度公司销售费用率提升 0.69 个百分点 (为 9.41%), 而管理费用率提升 0.4 个百分点 (为 4.47%), 研发费用率提升 0.2 个百分点 (为 1.36%), 财务费用率提升 0.26 个百分点 (为 0.49%)。

➤ **“国际化+研发创新+外延发展+市值管理”全方位部署: ①在天然饮品国际化方面,** 2025 年公司与沙特艾杜克国际控股有限公司、上海宝钢包装股份有限公司、百达国际贸易有限公司、韩国农心集团、日本双叶产业株式会社等公司达成战略合作, 启动海外本土化运营项目, 并推动王老吉国际品牌标识 “WALOVI” 在多国发布, 国际罐在德国、澳大利亚、新加坡、马来西亚等地上市。**②在研发创新方面,** 2025 年公司化学药领域的 1.1 类抗肿瘤新药 BYS10 片进入关键性临床试验; 生物药领域的冻干人用狂犬病疫苗 (Vero 细胞) 获批上市; 改良型新药克感利咽口服液、滋肾育胎丸、儿童小柴胡颗粒、玉屏风袋泡茶等多个项目取得里程碑进展。截至 2025 年末, 公司在研 1 类创新药 9 项, 2 项处于 I 期临床阶段, 4 项处于 II 期临床阶段, 1 项处于上市许可申请阶段。**③在外延发展方面,** 2025 年广药二期基金收购南京医药 11.04% 股份, 广州医药成功竞得浙江医工 100% 股权, 强化公司在华东区域的产业布局; 王老吉药业成功收购采善堂, 旗下老字号数量增至 13 个。白云山汉方完成混改工作, 完成对白云山生物增资人民币 3 亿元, 广州医药股票成功在新三板挂牌交易。**④在市值管理方面,** 2025 年公司制定并发布了《市值管理制度》, 同时 2025 年公司拟派发现金红利

13.82 亿元（分红比例达 46.32%），分红金额创历史新高。

- **盈利预测与投资评级：**我们预计公司 2026-2028 年营业收入分别为 809.29 亿元、851.64 亿元、896.33 亿元，同比增速分别约为 4.2%、5.2%、5.2%，实现归母净利润分别为 31.54 亿元、33.36 亿元、35.82 亿元，同比分别增长约 5.7%、5.8%、7.4%，对应当前股价 PE 分别约为 12 倍、11 倍、11 倍。由于公司产品国际化布局仍在稳步推进，叠加公司创新研发投入在提升，公司持续优化经营质量，同时公司注重市值管理，我们维持公司“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	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入(百万元)	74,993	77,656	80,929	85,164	89,633
增长率 YoY %	-0.7%	3.6%	4.2%	5.2%	5.2%
归属母公司净利润 (百万元)	2,835	2,983	3,154	3,336	3,582
增长率 YoY%	-30.1%	5.2%	5.7%	5.8%	7.4%
毛利率%	16.7%	16.2%	16.4%	16.6%	16.7%
净资产收益率ROE%	7.9%	7.9%	7.9%	8.0%	8.2%
EPS(摊薄)(元)	1.74	1.83	1.94	2.05	2.20
市盈率 P/E(倍)	13.31	12.65	11.97	11.32	10.54
市净率 P/B(倍)	1.05	1.00	0.95	0.91	0.86

资料来源：wind，信达证券研发中心预测；股价为 2026 年 3 月 24 日收盘价

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	57,762	61,518	63,423	67,087	71,087
货币资金	18,273	14,940	15,712	17,555	19,630
应收票据	554	491	517	544	573
应收账款	15,726	16,849	17,435	18,252	19,120
预付账款	578	970	1,015	1,066	1,120
存货	12,812	13,138	13,523	14,193	14,898
其他	9,819	15,129	15,222	15,477	15,746
非流动资产	23,921	22,993	23,161	23,214	23,159
长期股权投资	1,507	1,584	1,634	1,684	1,734
固定资产(合计)	5,530	6,732	6,995	7,152	7,201
无形资产	2,829	3,181	3,188	3,190	3,186
其他	14,055	11,496	11,344	11,188	11,038
资产总计	81,684	84,511	86,584	90,301	94,246
流动负债	38,916	39,125	39,387	41,184	43,054
短期借款	9,123	9,558	8,858	9,258	9,658
应付票据	4,585	5,072	5,263	5,527	5,806
应付账款	11,735	12,499	12,781	13,423	14,099
其他	13,473	11,995	12,485	12,975	13,491
非流动负债	4,998	5,304	5,134	4,964	4,794
长期借款	2,806	2,569	2,369	2,169	1,969
其他	2,193	2,734	2,764	2,794	2,824
负债合计	43,914	44,428	44,521	46,147	47,847
少数股东权益	1,865	2,295	2,379	2,468	2,564
归属母公司股东权益	35,905	37,788	39,684	41,686	43,835
负债和股东权益	81,684	84,511	86,584	90,301	94,246

重要财务指标					
单位:百万元					
会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	74,993	77,656	80,929	85,164	89,633
同比(%)	-0.7%	3.6%	4.2%	5.2%	5.2%
归属母公司净利润	2,835	2,983	3,154	3,336	3,582
同比(%)	-30.1%	5.2%	5.7%	5.8%	7.4%
毛利率(%)	16.7%	16.2%	16.4%	16.6%	16.7%
ROE%	7.9%	7.9%	7.9%	8.0%	8.2%
EPS(摊薄)(元)	1.74	1.83	1.94	2.05	2.20
P/E	13.31	12.65	11.97	11.32	10.54
P/B	1.05	1.00	0.95	0.91	0.86

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	74,993	77,656	80,929	85,164	89,633
营业成本	62,473	65,045	67,665	71,064	74,642
营业税金及附加	297	332	340	358	376
销售费用	5,620	5,827	6,070	6,302	6,633
管理费用	2,408	2,509	2,598	2,725	2,868
研发费用	764	662	809	766	896
财务费用	38	281	286	271	236
减值损失合计	-407	-68	-10	-10	-10
投资净收益	294	469	300	300	300
其他	316	228	460	170	170
营业利润	3,596	3,629	3,911	4,137	4,441
营业外收支	11	61	-10	-10	-10
利润总额	3,608	3,690	3,901	4,127	4,431
所得税	607	629	663	702	753
净利润	3,001	3,061	3,238	3,425	3,678
少数股东损益	165	78	84	89	96
归属母公司净利润	2,835	2,983	3,154	3,336	3,582
EBITDA	4,627	4,308	5,402	5,758	6,045
EPS(当年)(元)	1.74	1.84	1.94	2.05	2.20

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	3,442	-232	4,134	4,494	4,736
净利润	3,001	3,061	3,238	3,425	3,678
折旧摊销	936	956	1,215	1,360	1,378
财务费用	418	402	441	433	436
投资损失	-322	-435	-300	-300	-300
营运资金变动	-967	-4,367	-281	-534	-565
其它	376	152	-180	110	110
投资活动现金流	-5,964	-4,007	-793	-1,113	-1,023
资本支出	-1,126	-1,120	-1,013	-1,333	-1,243
长期投资	-5,054	-2,631	-50	-50	-50
其他	216	-257	270	270	270
筹资活动现金流	-1,006	489	-2,573	-1,538	-1,639
吸收投资	41	609	0	0	0
借款	806	199	-900	200	200
支付利息或股息	-3,521	-3,747	772	1,843	2,074

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。

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。

李春辰，医药研究员，中国药科大学本科，北京大学硕士，1 年医药行业研究经历，2025 年加入信达证券，主要覆盖创新药、新兴生物技术等领域。

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。