仅供内部参考，请勿外传

财信证券 CHASING SECURITIES

证券研究报告

公司深度

云南白药(000538.SZ)

医药生物 | 中药Ⅱ

核心业务稳健发展，加快培育第二增长曲线

2026 年 07 月 27 日

评级 增持

评级变动 首次

交易数据

当前价格（元）	51.00
52 周价格区间（元）	46.29-60.69
总市值（百万元）	90,997.39
流通市值（百万元）	90,419.60
总股本（万股）	178,426.26
流通股本（万股）	177,293.34

涨跌幅比较



资料来源：财汇，财信证券

%	1M	3M	12M
云南白药	7.1	-3.5	-6.3
中药Ⅱ	4.9	-8.5	-17.4

龙靖宁 分析师
执业证书编号：S0530523120001
longjingning@hnchasing.com

预测指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(亿元)	400.33	411.87	427.22	443.62	461.16
归母净利润(亿元)	47.49	51.53	55.70	60.30	64.68
每股收益（元）	2.66	2.89	3.12	3.38	3.62
每股净资产（元）	21.76	22.44	22.75	23.08	23.44
P/E	19.16	17.66	16.34	15.09	14.07
P/B	2.34	2.27	2.24	2.21	2.18

资料来源：Wind，财信证券

投资要点：

- **百年企业，实力雄厚，业绩稳健增长。**云南白药是中华老字号企业。历经创立与传承、资本化与规范化、战略转型与高速成长、体制机制变革、数字化与全球化新征程五大阶段，公司已从单一散剂产品发展为业务涵盖药品、健康品、中药资源和医药物流四大板块的大健康产业领军企业。公司品牌力深厚、获奖无数。多年来公司经营业绩文件增长，2000-2025 年营收复合增长率达 17.11%，归母净利润复合年增长率达 20.47%。业务结构持续优化，2025 年工业板块营收占比达 38.89%。盈利水平持续改善，2025 年整体毛利率回升至 29.51%，净利率提升至 12.60%；费用管控效率优化，销售费用率呈持续下降趋势。渠道建设完善，药品营销网络覆盖全国各级医疗机构和零售药店，健康品全渠道运营能力突出。公司连续 4 年股息支付率超 90%，2025 年累计现金分红总额达 46.43 亿元，高股息资产的防御价值突出。

- **四大事业群统筹兼顾、协同推进。**药品事业群聚焦“伤科疼痛全领域管理”战略定位，凭借云南白药气雾剂、云南白药膏、云南白药创可贴等独家核心品种，在院内和院外外用中成药市场均建立显著领先优势，2025 年核心系列总收入突破 55 亿元，同比增长 18%，其中气雾剂单品突破 25 亿元、白药膏突破 12 亿元。健康品事业群以云南白药牙膏为核心大单品，通过“非传统牙膏”的功效差异化定位稳居国内全渠道市场份额第一，同时拓展养元青防脱洗护、采之汲皮肤护理等新兴产品线，2025 年事业部收入达 67.45 亿元，养元青销售收入同比增长近 10%。中药资源与云南省医药公司立足本土协同发展，中药资源板块构建了覆盖中药材种植、采购、加工、研发及销售的全产业链体系，2025 年销售收入达 17.50 亿元；省医药公司深耕云南医药流通市场，2024 年收入达 246.07 亿元，居全国医药流通百强第 11 位，二者在供应链整合、产品分销、终端反馈等方面形成“种植—加工—流通—反馈”的闭环协同。

- **在研业务布局清晰。**公司依托中央研究院设立六大研发中心，形成中药、核药、AI 制药、医疗器械多赛道协同的创新格局；2024 年 12 月发布《2024—2028 战略规划》，明确“坚持打好中药、创新药两张牌”，短期聚焦上市品种二次开发（18 个中药大品种、37 个项目），中期推进全三七片、附杞固本膏等创新中药及透皮制剂明星产品，长期以核药为战略中心布局 INR101、INR102 等创新药管线；AI 辅助药物研发平台“云白智药-X”已取得三七抗衰老新机制等突破，为公司持续发展培育第二增长曲线。

- **投资建议：**云南白药作为中药行业龙头，核心业务基本盘稳固，工业板块增长动能强劲，同时具备持续高比例分红能力。在新战略指引下，公司通过内涵式增长与外延式扩张并举，持续夯实药品、健康品等核心业务的同时加快培育第二增长曲线，我们预测 2026/2027 /2028 年公司营收分别为

427.22/443.62/461.16 亿元，归母净利润分别为 55.70/60.30/64.68 亿元，对应 EPS 分别为 3.12/3.38/3.62 元，当前股价对应 PE 分别为 16.34/15.09/14.07 倍，首次覆盖，予以“增持”评级。

- **风险提示：**院外中药行业竞争加剧；消费复苏节奏不及预期；原材料价格涨幅超预期；海外业务拓展不及预期风险；盈利不及预期风险；政策超预期变动风险等。

内容目录

1 百年企业，实力雄厚，业绩稳步发展 4
2 四大事业群稳步发展，在研管线打开空间 12
2.1 药品事业群：从“伤科圣药”到疼痛管理第一品牌 13
2.2 健康品事业群：跨界创新，矩阵丰富 16
2.3 中药资源与云南省医药公司：立足本土，协同发展 18
2.4 在研业务布局清晰 20
3 投资建议 23
4 风险提示 23

图表目录

图 1： 云南白药发展历程 5
图 2： 2000-2026Q1 云南白药收入、归母净利润及增速（亿元） 9
图 3： 2000-2026Q1 云南白药扣非归母净利润及增速（亿元） 10
图 4： 2016-2025 年云南白药分业务收入（亿元） 10
图 5： 2000-2026Q1 云南白药毛利率及净利率 11
图 6： 2016-2026Q1 云南白药期间费用率 11
图 7： 1993-2026Q1 云南白药分红金额与股息率（亿元） 12
图 8： 云南白药四大核心业务及战略定位 12
图 9： 云南白药核心大单品 13
图 10： 云南白药普药类产品 14
图 11： 2025 年中国公立医疗机构终端外用中成药二级集团市场份额前五 14
图 12： 2025 年中国零售药店终端外用中成药二级集团市场份额前五 14
图 13： 2025 年中国公立医疗机构终端外用中成药产品销售额前二十 15
图 14： 2025 年中国零售药店终端外用中成药产品销售额前二十 15
图 15： 2012-2025 年药品事业群收入及增速 16
图 16： 云南白药健康品事业群产品矩阵 17
图 17： 2012-2025 年健康品事业群收入及增速 18
图 18： 云南白药中药事业群业务概览 19
图 19： 2012-2025 年中药资源事业群收入及增速 19
图 20： 2012-2025 年省医药公司收入及增速 19
图 21： 2016-2026Q1 云南白药研发费用金额及增速 21
图 22： 云南白药短期项目部分研发进展 21
图 23： 云南白药中期项目部分研发进展 22
图 24： 云南白药长期项目部分研发进展 22

表 1： 云南白药历史里程碑梳理 6
表 2： 云南白药部分荣誉 7
表 3： 云南白药管理层 8
表 4： 2006 年市面上牙膏价格在 10 元以上的品牌举例 17
表 5： 主营业务收入预测（亿元） 23

1 百年企业，实力雄厚，业绩稳步发展

云南白药创立于 1902 年，由云南名医曲焕章创制"万应百宝丹"（即云南白药前身）发展而来。公司总部位于昆明，1993 年在深交所上市，是中华老字号企业。集团以"伤科圣药"云南白药为核心，业务涵盖药品、健康品、中药资源和医药物流四大板块。旗下拥有云南白药气雾剂、牙膏、创可贴等家喻户晓的产品，其中云南白药牙膏连续多年位居国内牙膏品牌市场份额前列。

（1）创立与传承期（1902 年-1971 年）：从民间秘方到国家瑰宝。

1902 年云南民间名医曲焕章研制出对跌打损伤、内脏出血有特效的万应百宝丹，在抗战时期因疗效显著供不应求，远销中国港澳及东南亚多国，积累了广泛的市场口碑。1955 年曲焕章夫人缪兰瑛将处方和技术全部献给国家，产品正式更名为“云南白药”，处方和工艺被列入国家保密范围，由地方国营昆明市制药厂批量生产，为后续产业化发展奠定了核心基础。1970 年应周恩来总理“三条指示”（建立一个相当生产规模的云南白药专厂；建立云南白药专门的研究机构；云南白药原料植物由野生引为家种），1971 年 6 月 1 日，云南白药厂正式建厂，开启专业化、工业化生产阶段。后续陆续推出白药胶囊、酊剂等多剂型产品，初步丰富了产品矩阵。

（2）资本化与规范化期（1993 年-1996 年）：拥抱资本市场与品牌整合。

1993 年云南白药厂改制为云南白药实业股份有限公司，在深交所挂牌上市，成为云南省首家上市公司，正式登陆资本市场，为后续业务扩张提供了充足的资本支撑。在资本化的同时，公司内部的资源整合也在加速推进。1996 年云南白药集团正式成立，以现金出资控股大理制药厂、文山州制药厂、丽江药业有限公司三家企业，实行母子公司管理体制。同步实现生产经营“五统一”，即统一生产计划、统一商标、统一批准文号、统一质量管理、统一销售，确立了云南白药的独家生产经营权，彻底解决了此前分散生产、品控不一、品牌滥用的问题，为后续市场化改革和业务扩张筑牢了制度基础。

（3）战略转型与高速成长期（1999 年-2015 年）：企业再造与大健康版图的构建。

1999 年王明辉就任总经理后启动“企业再造”，成为云南白药市场化发展的重要转折点。该阶段公司成功实施了“业务流程重组”“内部创业机制”“首席科学家制”“薪点工资制”“布局电子商务”等一系列机制创新、管理与运营模式创新；合并云南省医药公司，出资组建医药电子商务有限公司，顺利完成营销网络搭建、营销队伍建设及新旧营销模式的对接转型。在产品与业务战略上，2005 年底，公司根据实际发展需求和市场变化情况，制定并推出了“稳中央·突两翼”的产品战略，明确了云南白药多元化转型的核心方向。该战略以白药系列药品为核心业务基本盘，将透皮产品、健康产品作为新的业务拓展方向即“两翼”，其中云南白药牙膏成为转型关键突破口，成为健康产品板块的核心利润增长点，随后公司陆续推出金口健系列、沐浴露等产品，大健康产品线逐步扩容。2010 年实施“新白药、大健康”战略，推动云南白药从单一制药企业向大健康产业领军企业升级。公司业务核心从药品系列转向多品类协同发展，陆续推出养元青

洗护产品、采之汲护肤产品、日子系列卫生巾等个人健康护理产品线，进一步拓宽大健康赛道布局。2013 年公司内部资源整合阶段性完成，形成药品、健康、原生药材及商业物流四大业务主体格局。

（4）体制机制变革期（2016 年-2019 年）：混改落地与整体上市

2016 年底，云南省国资委、新华都实业集团股份有限公司、云南白药控股有限公司（控股云南白药集团股份 41.25%）在昆明举行了合作协议签字仪式，云南白药控股有限公司从国有独资向混合所有制企业转变。通过增资扩股，白药控股引入了新华都和江苏鱼跃作为战略投资者，形成了云南省国资委、新华都、江苏鱼跃分别持有 45%、45%、10%股权的制衡结构。这一改革从根本上改变了单一国资控股的局面，引入了市场化的治理机制和激励机制。2018 年 7 月至 2019 年 7 月，云南白药集团股份有限公司对云南白药控股有限公司定向增发股份，实现吸收合并，即云南白药整体上市。

（5）数字化与全球化新征程（2020 年至今）：科技赋能与高质量发展。面对全球医药健康产业的深刻变革，云南白药将发展重心转向了科技创新与数字化转型。2020 年，公司建设完成智慧工厂、数字三七平台等项目；2021 年，启动了由营销扛旗向数字化、研发、资本、营销等四轮驱动的迭代升级与创新变革；2022 年，确立“1+4+1”的战略目标，完成在北京、上海、香港、海南以及韩国的布局，踏上全球化新征程；同年，云南白药战略入股上海医药，云南白药中央研究院正式启动运作。

图 1：云南白药发展历程



资料来源：云南白药官网，昆明市政协官网，Wind，云南白药公告，财信证券

表 1：云南白药历史里程碑梳理

时间	事件
1902 年	曲焕章创制白药
1935 年	中央红军长征过云南，百宝丹救治杨尚昆、贺子珍等将士
1938 年	台儿庄大捷，百宝丹名扬天下
1955 年	缪兰瑛将万应百宝丹方献给昆明市人民政府，配方及工艺被列为国家秘密，正式定名"云南白药"
1956 年	云南白药由昆明市制药厂生产
1970 年	周恩来总理对云南白药作出三点重要指示
1971 年	6 月 1 日，云南白药厂正式建厂
1993 年	改制为云南白药实业股份有限公司，作为"云南第一股"在深交所上市
1996 年	控股重组大理、文山、丽江三家制药厂，开启"五统一"；更名为"云南白药集团股份有限公司"
1999 年	实施"业务流程重组"等系列创新，实现"企业再造"
2001 年	二次开发 推出云南白药红、白瓶双效气雾剂
2003 年	成立无锡药业，成为公司透皮产品生产基地。
2004 年	云南白药牙膏正式上市销售
2005 年	"稳中央，突两翼"产品战略实施，云南白药牙膏蓝海战略成功
2010 年	营业收入突破 100 亿元，布局"新白药、大健康"产业战略
2011 年	整体搬迁至昆明呈贡新区
2013 年	形成药品、健康、原生药材及商业物流四大业务主体格局
2015 年	主营业务收入增长到 200 亿元
2016-2017 年	云南白药控股从国有独资向混合所有制转变，引入战略投资者
2018 年	启动吸收合并、整体上市工作
2019 年	云南白药整体上市，首日市值过千亿；北京大学—云南白药国际医学研究中心成立
2020 年	云南白药口腔健康医学研究中心、云南白药集团（海南）有限公司成立
2021 年	启动数字化、研发、资本、营销的四轮驱动
2022 年	战略入股上海医药；中央研究院正式启动；确立“1+4+1”战略目标，完成在北京、上海、香港、海南以及韩国的布局

资料来源：云南白药官网，昆明市政协官网，云南白药公告，财信证券

云南白药品牌力深厚、获奖无数。自 1951 年"曲焕章万应百宝丹"荣获西南区工学展览会甲等奖状起，便开启了其荣耀征程——1979 年至 1990 年间连续三次蝉联国家质量金奖，奠定了品质基石；2002 年"云南白药（中药）商标"被认定为中国驰名商标，2010 年被商务部认定为"中华老字号"，品牌地位获得国家高度认可；此后殊荣不断，先后斩获"品牌中国金谱奖——中国医药行业年度十佳品牌"、"创新型企业"称号，入选"国家名片"100 品牌名单，并荣膺中国工业大奖、上市公司金牛奖、中国商标金奖（运用奖）等重磅奖项；2013 年云南白药牙膏获行业重大科技成果奖一等奖，企业同时跻身中国医药工业百强、首批国家级知识产权示范企业；近年来更是频频登上国际舞台，2020 年上榜中国品牌 500 强、《财富》中国 500 强、福布斯全球企业 2000 强及中国最具价值品牌 100 强（第 72 位），2021 年入选"全球制药品牌价值 25 强""中国最强的医药品牌"及胡润中国最具历史文化底蕴品牌榜（第 22 位），在《世界千强药企报告》中估值位列世界药企第 71 位。凭借百年积淀，云南白药多次荣登 BRANDZ 品牌价值榜、胡润品牌榜等权威榜单，多个商标被认定为国家驰名商标，荣获公众喜爱的中华老字号品牌称号，已从单

一的药品品牌成功发展为享誉国内外的知名大健康品牌，赢得了市场与消费者的广泛认同。

表 2：云南白药部分荣誉

年份	荣誉/事件
1951	"曲焕章万应百宝丹"获得西南区工学展览会甲等奖状
1979	获国家质量金奖（首次）
1984	获国家质量金奖（第二次蝉联）
1990	获国家质量金奖（第三次蝉联，连续三次蝉联）
2002	"云南白药（中药）商标"被工商行政管理总局认定为中国驰名商标
2007	获首届"品牌中国金谱奖——中国医药行业年度十佳品牌"
2008	获科技部、国务院国资委、中华全国总工会授予的"创新型企业"称号
2009	入选中国品牌研究院公布的"国家名片"100 品牌名单
2010	被商务部认定为"中华老字号"
2013	云南白药牙膏获行业重大科技成果奖一等奖；企业入选"中国医药工业百强"榜单；被国家知识产权局认定为第一批国家级知识产权示范企业
2014	获中国工业大奖；获上市公司金牛奖；入围"2014 中国绿公司百强榜单"
2015	获工商行政管理总局、世界知识产权组织共同颁发的"中国商标金奖（运用奖）"
2020	上榜"2020 中国品牌 500 强"、《财富》中国 500 强、"2020 福布斯全球企业 2000 强"、Wind"中国上市企业市值 500 强"、"2020 年中国最具价值品牌 100 强"（排名第 72 位）；获上市公司"金牛最具投资价值奖""金牛社会责任奖""中国管理模式杰出奖"；上榜"2020 中国制造业企业 500 强"
2021	入选"全球制药品牌价值 25 强""中国最强的医药品牌"；入选"中国制造业企业 500 强"榜单；入选"2021 胡润中国最具历史文化底蕴品牌榜"（第 22 位）；在《世界千强药企报告》中估值世界药企第 71 位

资料来源：昆明市政协官网，财信证券

人才团队优势显著，管理层经验丰富。在核心管理层方面，公司形成了“内培外引”的复合型人才梯队：董事长张文学为正高级经济师，拥有丰富的大型集团化企业综合治理经验；总裁董明为管理学博士，曾长期担任华为技术有限公司中国区副总裁等要职，具备顶尖科技企业的管理视野；高级副总裁何涛为正高级会计师、云南省政府特殊津贴专家，高级副总裁谌识拥有华为、美的等多家知名企业人力资源与组织管理经验。在高层次人才方面，公司汇聚了以中国工程院院士朱兆云、北京大学教授张宁等为引领的研发团队。同时，公司围绕人才“引、育、用、留、服”全链条构建高质量人才生态，并通过“领航”高级研修班等系统性培训项目持续提升中高层管理人员的战略视野与专业素养。



表 3：云南白药管理层

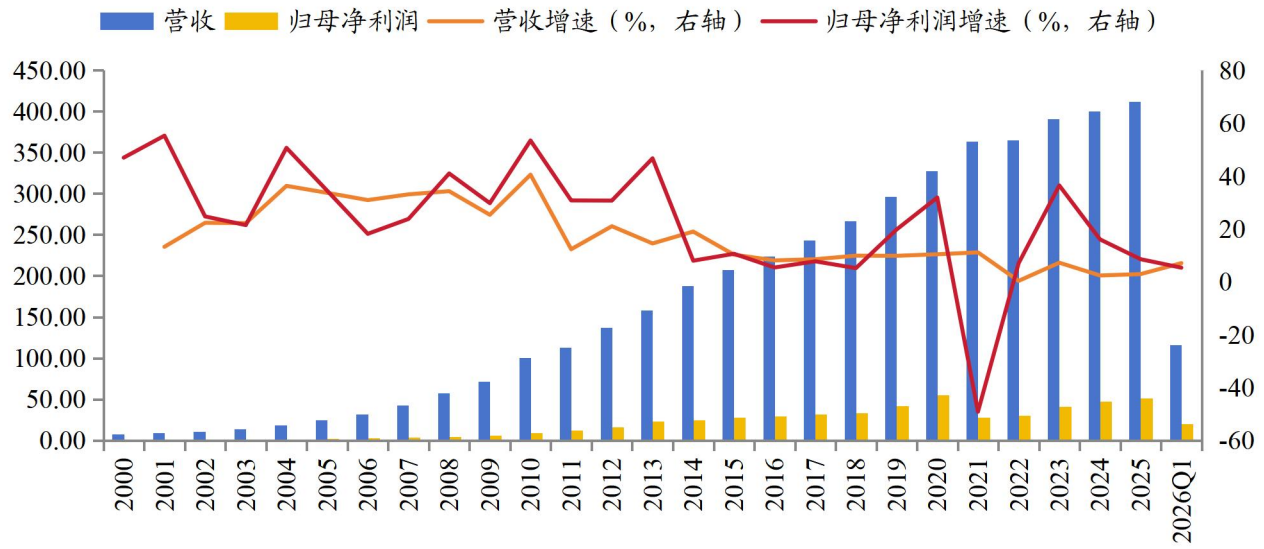
姓名	职务	履历
张文学	董事长、董事	正高级经济师。国家科学技术进步二等奖获得者，历任云南磷化学工业（集团）公司副总经理，云南磷化集团有限公司总经理、党委副书记，云南磷化集团有限公司党委书记、总经理，云天化集团有限责任公司董事、副总经理、党委常委，云天化集团有限责任公司总经理、党委副书记、副董事长，重庆国际复合材料股份有限公司董事长，云天化集团有限责任公司党委书记、董事长。
董明	副董事长、董事、首席执行官、总裁（CEO）	管理学博士，历任华为技术有限公司独联体地区部副总裁，VIP 系统部部长，北京分公司总经理，移动系统部部长，华为技术有限公司中国区副总裁。
马加	首席财务官、财务总监	硕士，澳大利亚 CPA 和 IPA 资深会计师。历任北京松下照明光源有限公司财务管理系系长，华为技术有限公司独联体地区部子公司财务总监、IFS 变革项目经理（中国区）、山东代表处 CFO、中国区运营商 BG CFO、中国区 CFO，负责华为中国区的 ICT 经营管理、风控、销售融资、税务、子公司等财经领域业务，以及财经组织建设工作。
钱映辉	董事会秘书	法学硕士，历任云南白药集团战略委员会办公室项目经理，战略发展中心项目总监，董事会办公室主任、董事会与行政办公室总经理。
谌识	高级副总裁	硕士，历任中国第一汽车集团有限公司下属辽阳弹簧厂自动化工程师，美的集团研发工程师、扩能项目经理，广州开普勒咨询经理，北京正略钧策咨询总监，美世咨询公司咨询经理，怡安翰威特咨询公司咨询总监，华为技术有限公司人力资源专家，美的集团组织发展负责人，美的集团下属高创运动控制有限公司管理部长。
何涛	高级副总裁	硕士，正高级会计师，注册管理会计师（CMA）。历任中国电信云南公司财务部副总经理（主持工作）、市场部总经理；中国电信玉溪公司党委书记、总经理；云南云天化股份有限公司董事、副总经理，兼任云南云天化联合商务有限公司党委书记、总经理。
李胜利	高级副总裁	硕士。历任复星万邦（江苏）医药集团有限公司地区经理、大区经理、销售总监、总经理、副总裁、高级副总裁、联席 CEO，复星万邦（江苏）健康发展有限公司生化肿瘤事业部总经理、总裁、CEO、董事长，上海复星医药副总裁兼国内营销总部总经理、高级副总裁，复星曜泓（江苏）医药科技有限公司联席总裁、总裁、董事长，上海复星医药总裁助理、副总裁、高级副总裁、执行总裁，兼首席发展官，上海复星健康科技（集团）有限公司总裁、首席执行官、联席董事长。
李泓燊	高级副总裁	政治经济学博士，工程师。曾任云南省第十二届省人大代表，历任招商银行昆明分行外汇交易员、人民中路支行行长助理、春城路支行副行长主持工作、招行昆明分行国际业务部总经理，曲靖卷烟厂厂长助理、副厂长、党委委员、党委副书记、厂长，红云红河烟草副总裁、党委委员、副总经理，昆明卷烟厂党委委员、党委副书记、厂长，红塔证券董事，云南白药集团董事，昆药集团副董事长，红塔银行董事，云南合和（集团）股份有限公司党委委员、党委副书记、董事、总经理，中维资本控股股份有限公司董事。
张宁	首席科学家	北京大学教授，美国约翰·霍普金斯大学医学院生化、细胞及分子生物学博士。历任北京大学医学部副主任、北京大学科研部部长、天津医科大学副校长、天津医科大学附属肿瘤医院教授、天津肿瘤研究所副所长、北京大学化学学院化学生物学系副主任等职务。现任北京大学-云南白药国际医学研究中心副主任，北京大学国际癌症研究院副院长，北京大学第一医院肿瘤转化研究中心主任，北京大学健康大数据国际研究院副院长，云南白药集团股份有限公司首席科学家。
李少春	数字战略科学家、智慧科技业务单元（BU）负责人	硕士。专注于医疗行业专业场景和前沿数字化技术的深度融合，在大健康领域拥有深厚行业实践经验，负责过大数据分析、人工智能、云计算、物联网等多个领域前沿研究，推动全球创新合作的战略和执行，IBM Watson AI 科技和生态系统创新解决方案，助力医疗和生命科学行业和 IBM 战略客户的完整价值链的数字化重塑进程。
朱兆云	中药战略科学家	中国工程院院士。中国共产党第十九次全国代表大会代表，第十三届全国人大代表，全国“三八红旗手”、全国劳动模范、全国优秀科技工作者。历任云南省药物研究所党委书记、所长，云南白药集团股份有限公司党委委员、研发总监、中药研发总监。

资料来源：Wind，昆明市政协官网，财信证券

经营业绩稳步增长。从战略演进脉络看，2000-2014 年为产品系列化阶段，公司通过“五统一”整合省内产能，推出气雾剂、创可贴、牙膏等新品，2005 年确立“稳中央、突两翼”战略后，牙膏与透皮产品成为新增长极，驱动收入快速增长；2015-2020 年为混改与多元化探索阶段，受医改及两票制影响药品业务增速放缓，2016 年启动混改引入战投，但证券投资波动拖累利润；2021-2025 年为聚焦主业高质量发展阶段，公司回归医药本源，工业板块收入占比连续提升，经营质量持续改善。2000 年公司营收仅 7.95 亿元、归母净利润 0.49 亿元，截至 2025 年全年营收已达 411.87 亿元、归母净利润达 51.53 亿元，2000-2025 年营收复合年增长率达 17.11%，归母净利润复合年增长率达 20.47%，实现了从传统中药制造商向大健康产业平台的跨越式增长。利润端增速显著快于收入端，主要得益于两方面因素：一是盈利能力较强的工业板块收入占比持续提升，带动整体毛利率改善；二是公司持续优化费用结构，经营质效有效提升。

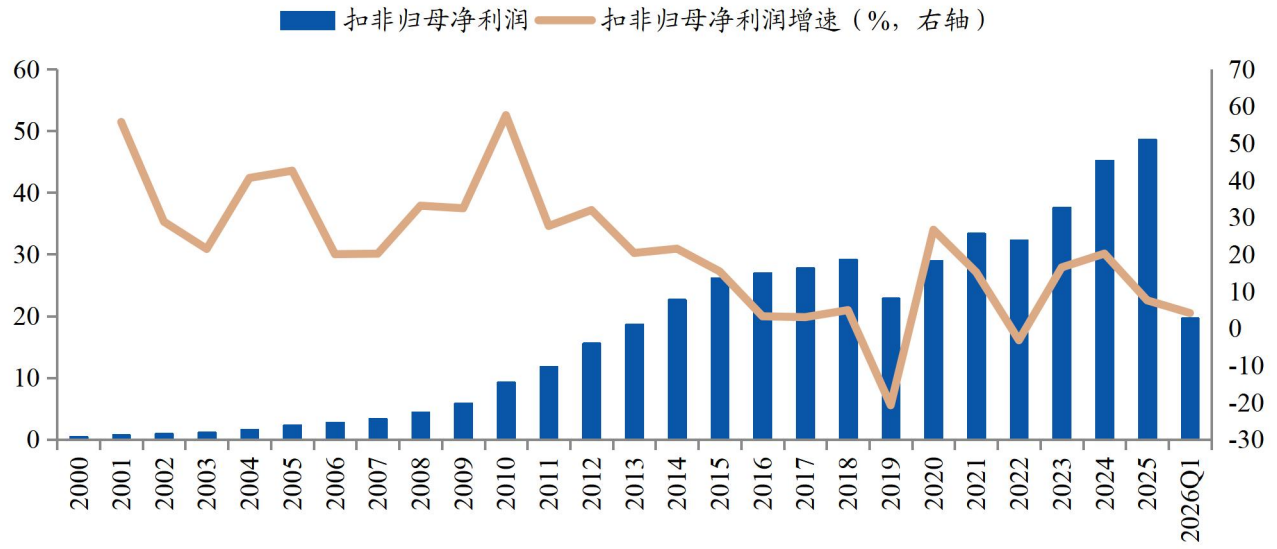
业务结构持续优化，工业板块占比稳步提升。2025 年公司工业板块收入达 160.16 亿元，占总营收比重提升至 38.89%，同比提升 2.75 个百分点，药品、健康品事业部表现亮眼，其中药品事业群收入 83.18 亿元，同比增长 12.53%，单品销售过亿产品 10 个，过 10 亿产品 2 个，核心气雾剂、膏剂产品均实现双位数增长，经营韧性凸显。商业销售收入为 250.83 亿元，营收占比降至 60.90%；技术服务收入、旅游饮食业、种植业销售收入占比较低。2023 年至 2025 年，工业收入占比呈现逐年提升态势，分别为 35.13%、36.14%、38.89%，公司已明确将“稳步提高工业收入占比”作为核心战略重点。

图 2：2000-2026Q1 云南白药收入、归母净利润及增速（亿元）



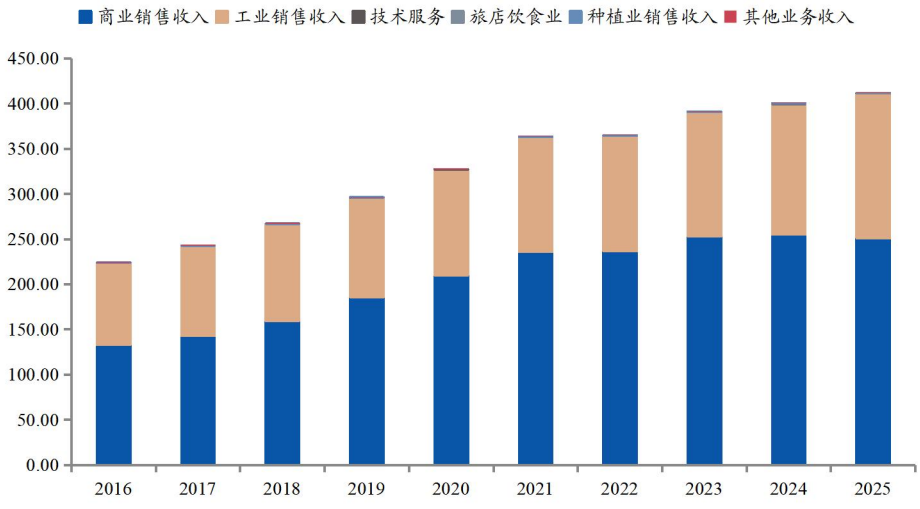
资料来源：Wind，财信证券

图 3：2000-2026Q1 云南白药扣非归母净利润及增速（亿元）



资料来源：Wind，财信证券

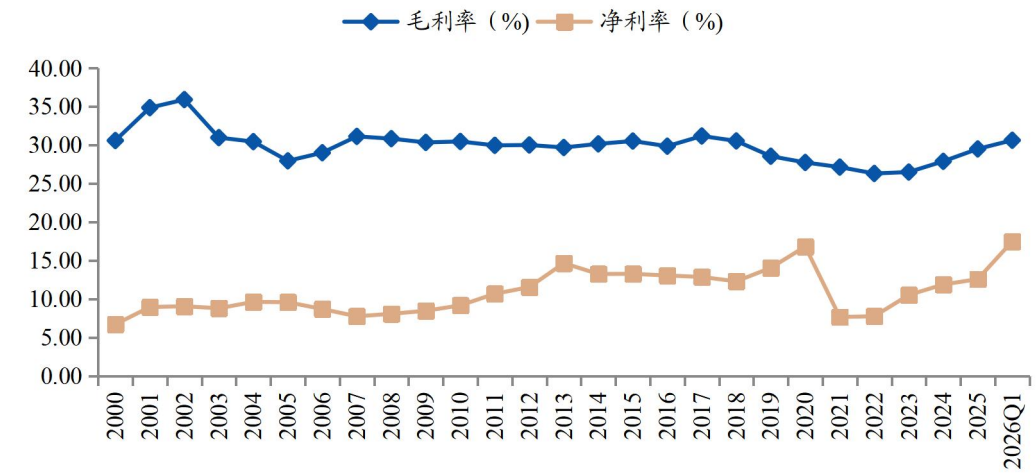
图 4：2016-2025 年云南白药分业务收入（亿元）



资料来源：Wind，财信证券

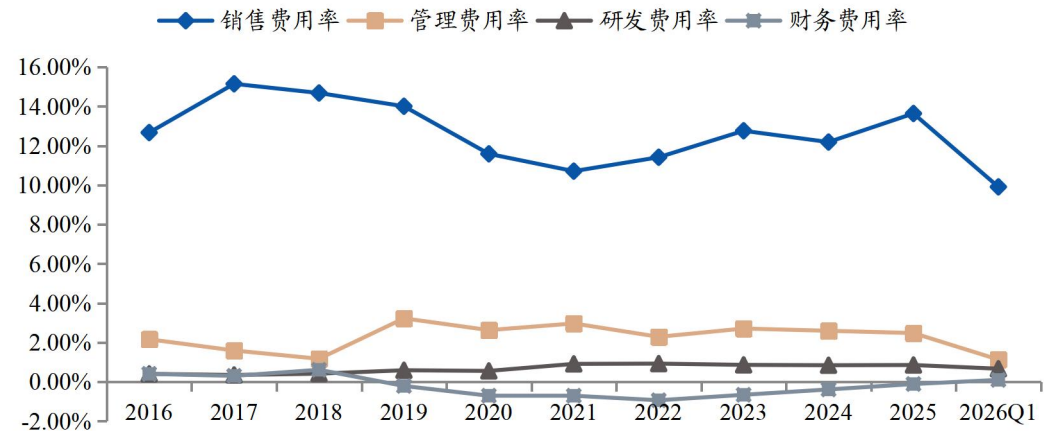
盈利水平持续改善，费用管控效率优化。得益于高毛利工业板块收入占比的持续提升，整体盈利能力结构性改善。2025 年公司整体毛利率已从 2021 年低点回升至 29.51%，同比提升 1.61 个百分点，2026Q1 进一步升至 30.63%；净利率延续触底回升态势，2025 年公司净利率同比提升 0.69 个百分点至 12.60%，2026Q1 进一步升至 17.50%。费用端管控效率持续优化：2025 年公司销售费用率为 13.64%，较 2017 年的 15.15%呈持续下降趋势；研发投入占工业收入比重持续提升，2025 年研发费用达 3.51 亿元，同比增长 4.15%，为中长期产品创新储备动能。期间费用率整体保持稳定，降本增效趋势延续，进一步增厚了盈利空间。

图 5：2000-2026Q1 云南白药毛利率及净利率



资料来源：Wind，财信证券

图 6：2016-2026Q1 云南白药期间费用率



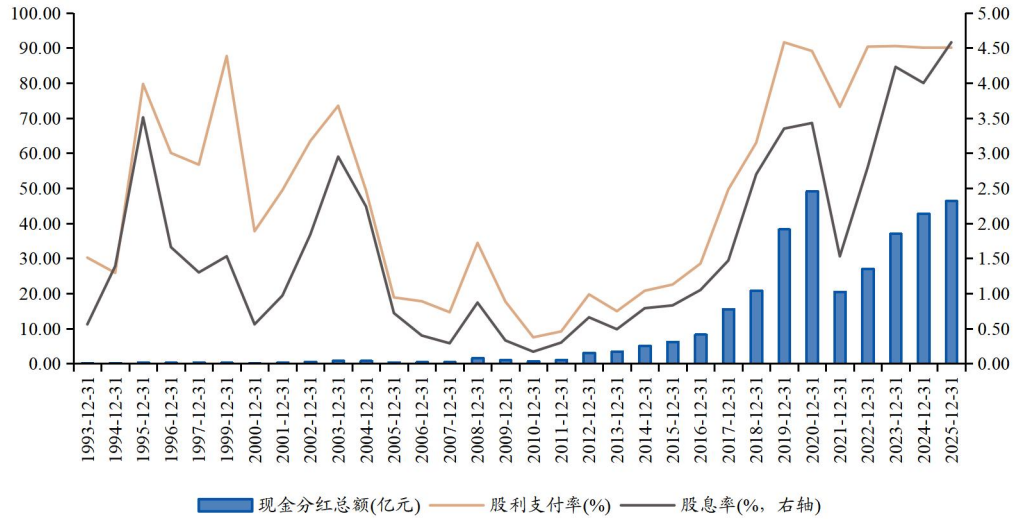
资料来源：Wind，财信证券

渠道建设完善，线上线下多线并行。在药品方面，公司营销网络覆盖全国各省、区、县、乡镇的医疗机构和零售药店，并在线上市场同步发力。打造“云鼎经纬”生态合作模式，构建短链扁平、数智驱动的一级经销商直供模式，实现产品从生产到药店的点对点直达，更好地进行“品牌+渠道+服务”三位一体的生态管理模式，持续强化溯源管理及动销管控，打造医药行业渠道管理的企业标杆。OTC 渠道方面，全国锁定服务 5 千家头部连锁，覆盖超过 40 万家门店；医疗机构方面，覆盖全国超 1.2 万家医院（含基层医疗机构）；线上市场方面，精准锚定 O2O 渠道“即时性”发展趋势，构建“站内+站外”全域协同矩阵，与主要电商开展了广泛合作，通过定制化数字营销实现对现代消费者的高效触达。在健康品方面，公司具有覆盖到终端的、布局完善的全国性大健康产品销售团队，云南白药牙膏市场份额在国内继续保持领先，在口腔品类拥有较高品牌渗透力。公司通过不断优化全链路渠道，一方面夯实传统线下渠道优势，另一方面对即时零售、社区团购、兴趣电商等新兴业态保持高度关注，坚持大胆试新，进化商业洞察敏捷性。

云南白药的渠道优势极大提升了公司的市场竞争能力，同时为持续的新产品商业化开发奠定了基础。

高分红彰显价值回报。在分红方面，公司延续了高比例分红政策，2025 年累计现金分红总额达 46.43 亿元（含税），占归母净利润的 90.09%。其中 2025 年 9 月已完成特别分红 18.18 亿元，叠加年度利润分配预案拟派现 28.26 亿元。公司 2022 年至 2025 年连续 4 年股息支付率超 90%，高股息资产的防御价值突出。

图 7：1993-2026Q1 云南白药分红金额与股息率（亿元）



资料来源：Wind，财信证券

2 四大事业群稳步发展，在研管线打开空间

公司围绕药品、中药资源、健康品、医药商业四大核心业务，构建起涵盖天然药物、健康产品及医疗器械等领域的多元化布局。

图 8：云南白药四大核心业务及战略定位



资料来源：云南白药公告

2.1 药品事业群：从“伤科圣药”到疼痛管理第一品牌

基石业务：从单一散剂拓展至多剂型多赛道。药品事业群作为公司的核心业务，承接公司“伤科疼痛全领域管理的‘第一’品牌”的战略定位，以专注于止血镇痛、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。

大单品：已从最初的散剂，发展出了胶囊剂、气雾剂、酊剂、膏贴剂等多种剂型。核心产品包括：（1）云南白药气雾剂：中国气雾剂市场唯一的双瓶双效气雾剂，红瓶冷敷镇痛，白瓶持续疗伤，2024 年在肌肉-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；（2）云南白药酊：作为风湿关节疼痛的用药，分为口服+外用；（3）云南白药创可贴：2001 年上市，首创“含药创可贴”概念，以其独具的止血镇痛消炎愈创的复合功效，上市后成为中国小伤口护理的市场份额第一；（4）云南白药膏：膏贴产品，用于跌打损伤，瘀血肿痛，风湿疼痛等症。透气性好，使用方便；（5）气血康口服液：植物补益类产品，精选文山基地鲜三七入药，可健脾固本、滋阴润燥、生津止咳，近年来保持快速发展态势。

图 9：云南白药核心大单品



资料来源：云南白药官网

普药：包括感冒类（伤风停胶囊、小柴胡颗粒等）、清热类（蒲地兰消炎片、黄连上清片等）、妇科类（妇炎康片等）、内分泌系统类（普乐安片等）、补益类（脑心舒口服液、参苓健脾胃颗粒等）、胃肠道类（泻痢消片/胶囊、健胃消食片等）、心脑血管类（血塞通胶囊、复方丹参片等）、儿科类（小儿解表颗粒、小儿宝泰康颗粒等）、外用贴膏类（麝香跌打风湿膏、消炎镇痛膏等）、抗感染类（阿奇霉素胶囊等）、解热镇痛类（阿咖酚散等）、消化类（乳酸菌素片等）。

图 10：云南白药普药类产品



资料来源：云南白药官网

院内院外双线并进，占据领先地位。凭借云南白药气雾剂、云南白药膏、云南白药创可贴等多个独家品种，药品事业群在院内和院外市场均建立了显著的市场优势。在院内市场（公立医疗机构终端），其核心产品表现强势，云南白药气雾剂和云南白药膏均跻身所有外用中成药产品销售额前四，2025 全年销售额分别突破 13 亿元和 9 亿元。在院外市场（零售药店终端），云南白药的领跑优势显著，以约 17%的市场份额独占鳌头，且整体销售额增速超过 16%，远超行业平均水平。其中，云南白药气雾剂以超 12 亿元的销售额稳居产品榜首，云南白药膏以超 6 亿元的成绩位列第三，云南白药创可贴排名第八。2025 年云南白药膏与云南白药气雾剂的同比增长分别高达 28.41%和 15.97%，展现出强劲的增长动能。

图 11：2025 年中国公立医疗机构终端外用中成药二级集团市场份额前五

排名	二级集团	市场份额	在销品种数
1	云南白药	11.99%	8
2	奇正集团	8.86%	6
3	希尔安药业	7.48%	5
4	羚锐制药	4.62%	6
5	山东汉方制药	4.57%	1

资料来源：米内网公众号

图 12：2025 年中国零售药店终端外用中成药二级集团市场份额前五

排名	二级集团	市场份额	在销品种数
1	云南白药	17.13%	13
2	羚锐制药	8.42%	16
3	奇正集团	6.90%	6
4	马应龙药业集团	5.50%	7
5	华润三九	2.84%	14

资料来源：米内网公众号

图 13：2025 年中国公立医疗机构终端外用中成药产品销售额前二十

排名	产品名称	增长率	在销企业数	对应产品 TOP1 企业	
				企业名称	市场份额
1	消痛贴膏*	-	1	西藏奇正藏药	100.00%
2	云南白药气雾剂*	-	1	云南白药集团	100.00%
3	麝香追风止痛膏*	23.45%	1	重庆希尔安药业	100.00%
4	云南白药膏*	-	1	云南白药无锡药业	100.00%
5	复方黄柏液涂剂*	3.12%	1	山东汉方制药	100.00%
6	通络祛痛膏*	3.34%	1	河南羚锐制药	100.00%
7	活血止痛膏	-	2	安科余良卿药业	68.69%
8	保妇康栓	-	1	海南碧凯药业	100.00%
9	骨痛灵酊*	56.39%	1	云南圣科药业	100.00%
10	骨通贴膏*	-	1	桂林华润天和药业	100.00%
11	神农镇痛膏	15.51%	3	黄石燕舞药业	55.09%
12	川百止痒洗剂*	3.65%	1	北京贞玉民生药业	100.00%
13	复方南星止痛膏*	5.25%	1	江苏康缘阳光药业	100.00%
14	肤痔清软膏*	61.21%	1	贵州绿太阳制药	100.00%
15	湿润烧伤膏*	20.45%	1	汕头美宝制药	100.00%
16	皮肤康洗液*	-	1	北京华洋奎龙药业	100.00%
17	马应龙麝香痔疮膏*	3.84%	1	马应龙药业集团	100.00%
18	麝香海马追风膏	-	2	重庆希尔安药业	81.70%
19	肛泰栓*	23.54%	1	烟台荣昌制药	100.00%
20	康妇凝胶*	5.72%	1	贵州健兴药业	100.00%

资料来源：米内网公众号

图 14：2025 年中国零售药店终端外用中成药产品销售额前二十

排名	产品名称	增长率	在销企业数	对应产品 TOP1 企业	
				企业名称	市场份额
1	云南白药气雾剂*	15.97%	1	云南白药集团	100.00%
2	消痛贴膏*	-	1	西藏奇正藏药	100.00%
3	云南白药膏*	28.41%	1	云南白药无锡药业	100.00%
4	通络祛痛膏*	-	1	河南羚锐制药	100.00%
5	风油精	-	38	漳州水仙药业	29.89%
6	马应龙麝香痔疮膏*	8.31%	1	马应龙药业集团	100.00%
7	麝香壮骨膏	-	46	河南羚锐制药	24.83%
8	云南白药创可贴*	3.61%	1	云南白药无锡药业	100.00%
9	丁桂儿脐贴*	-	1	亚宝药业集团	100.00%
10	消炎镇痛膏	-	22	白云山何济公制药	26.42%
11	壮骨麝香止痛膏	-	4	河南羚锐制药	75.87%
12	麝香痔疮栓*	-	1	马应龙药业集团	100.00%
13	洁尔阴洗液*	-	1	四川恩威制药	100.00%
14	丹皮酚软膏	14.21%	6	长春普华制药	73.78%
15	湿润烧伤膏*	10.80%	1	汕头美宝制药	100.00%
16	麝香祛痛搽剂	-	8	李时珍医药集团	68.73%
17	足光散	-	5	成都九芝堂金鼎药业	69.69%
18	麝香追风膏	3.72%	5	湛江吉民药业	57.21%
19	复方黄柏液涂剂*	4.27%	1	山东汉方制药	100.00%
20	关节止痛膏	-	26	河南羚锐制药	25.95%

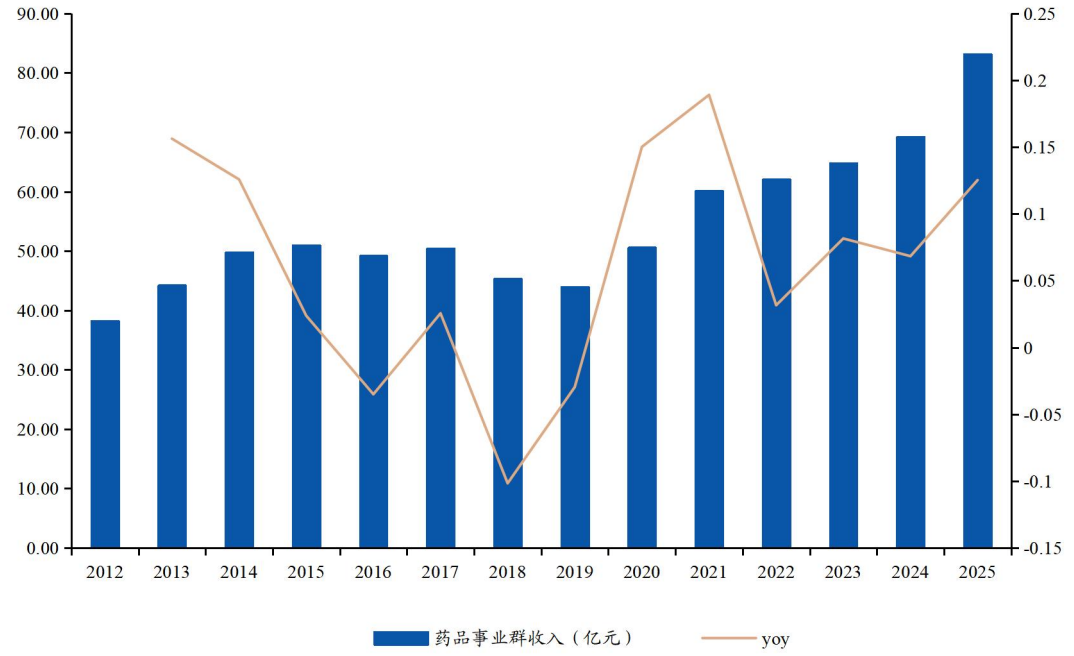
资料来源：米内网公众号

推动传统产品二次开发，打开广阔成长空间，公司加快推动重要品种二次开发及上市后再评价，云南白药胶囊、云南白药气雾剂、云南白药膏、气血康口服液、宫血宁胶囊、痛舒胶囊等重要单品的循证研究稳步推进，有望为产品打开更广阔应用场景。其中，在骨伤治疗领域，云南白药气雾剂针对闭合性肋骨骨折疼痛的研究，目前已由中国工程院院士、国家创伤医学中心主任姜保国牵头联合全国 12 家权威医院稳步推进；云南白药胶囊治疗踝关节骨折术后肿胀的试验目前已联合 11 家顶尖医疗机构进入入组阶段，将进一步明确其消肿止痛、促进功能恢复的疗效。在血管健康领域，气血康改善血管健康有效性和安全性临床研究相关重要成果在《Journal of Translational Internal Medicine》发布，结果显示，气血康口服液在改善稳定型冠心病患者血管内皮功能、血液流变学指标和中医症候等方面有良好效用。

与时俱进拓展营销举措，提升品牌影响力。云南白药不断丰富营销渠道，加大传播力度，提高品牌的影响力，促进市场发展。**（1）积极拓展线上市场，精准锚定 O2O 渠道“即时性”发展趋势**。公式构建“站内+站外”全域协同矩阵，夯实云南白药在即时健康消费场景中的品牌认知度与市场竞争力，2025 年 618 期间云南白药系列产品常备药榜单排名显著上升，药品电商平台产出 GMV 达 5 亿元，同比增长 139%。**（2）规模化、系统化的“大兵团”策略落地**，药品事业群集中人力、资源，按照统一政策，开展跨省大兵团促销活动。**（3）场景化、专业化、年轻化的内容营销体系落地**，围绕“伤科疼痛”“运动搭子”“长夏补脾”“气血声命力”“家庭常备药”等场景，借助各类型平台，进行品效销深度融合的全域整合营销，切实拉动销量增长。

核心产品稳步拓展叠加新兴产品放量，药品事业群业逐年增长。核心白药系列作为传统基本盘保持稳定增长，2025 年核心系列总收入突破 55 亿元，同比增长 18%，其中气雾剂单品收入突破 25 亿元，白药膏突破 12 亿元，两大单品均保持 20%以上的高速增长，持续巩固公司在伤科用药领域的龙头地位。另一方面，第二、第三梯队产品逐步放量，蒲地蓝消炎片、气血康口服液等新品类增速亮眼，其中气血康口服液 2025 年同比增速高达 68%，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%。产品梯队的协同效应逐步显现，2025 年药品事业群实现营业收入 83.18 亿元，同比增长 12.53%。此外，药品事业群过亿单品数量稳定在 10 个，产品矩阵的厚度持续提升，抗风险能力进一步增强，为后续长期稳定增长奠定了坚实基础。

图 15：2012-2025 年药品事业群收入及增速



资料来源：云南白药公告，Wind，财信证券

2.2 健康品事业群：跨界创新，矩阵丰富

产品端：围绕口腔护理，构建起覆盖护龈、抗敏、美白、儿童等多元功能赛道的立体化产品矩阵。健康品事业群是公司跨界消费领域的核心载体。其发展起步于云南白药牙膏研发成功，正式切入个人护理赛道。2006 年推出金口健系列牙膏，2009 年第一款养元青产品面世，大健康产品线初步成型。2010 年公司全面实施“新白药、大健康”战略，逐步形成口腔护理、头皮护理、皮肤护理三大产品线。近年来，健康品事业群明确“高品质健康生活产品第一梯队”定位，在巩固牙膏基本盘的基础上，重点拓展抗敏、美白、儿童等细分口腔赛道，同时发力头皮生态、皮肤管理两大领域，打造第二增长曲线。口腔板块方面，以核心牙膏产品为基础延伸漱口水、口腔喷雾等周边产品，覆盖全场景口腔护理需求；头皮护理板块主打养元青防脱洗护产品，拥有育发类特妆证和防脱育发发

明专利，“控油防脱”定位清晰；皮肤护理板块推出采之汲天然护肤品牌，获得日本、美国、欧盟多项认证，主打植物天然功效，产品矩阵持续丰富。

图 16：云南白药健康品事业群产品矩阵



资料来源：云南白药官网

口腔护理：基本盘业务，云南白药牙膏品牌壁垒深厚。在佳洁士、高露洁等外资品牌占据绝对主导的牙膏市场中，云南白药牙膏以“防止牙龈出血”的独特功效定位与外资品牌形成有效区隔，开创了功能性牙膏的蓝海市场并成功避开了与强势品牌的正面竞争。“非传统牙膏”定位，将产品定义为介于治疗与保健之间的功能性健康品，而非普通日化牙膏；“高端品牌”定位，产品定价在 20 元左右，与市场上 15 元以下的主流品牌形成价格区隔。2005 年云南白药牙膏正式上市销售额即达 8000 万元，多年来稳居国内全渠道市场份额第一，为健康品事业群的主要收入来源。

表 4：2006 年市面上牙膏价格在 10 元以上的品牌举例

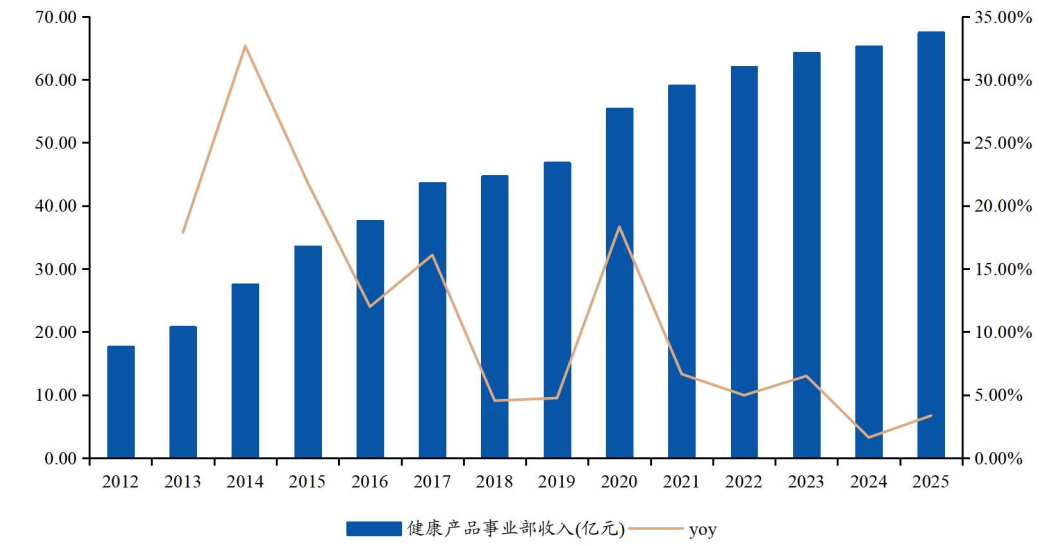
品牌	规格	价格	产品诉求点
高露洁冰爽牙膏（清香柠檬型）	160 克	11.1 元	口腔冰爽新体验，清新口气，坚固牙齿，洁白牙齿，从牙齿表面到牙根全面防蛀。
佳洁士酷白体验牙膏（晨露荷香型）	140 克	12.6 元	全新刷牙体验，防止蛀牙，美白牙齿，清新口气，去除牙菌斑。
黑人超白含氟牙膏	190 克	12.8 元	减少牙垢和牙斑
竹盐 UDCA 牙膏（清新香型）	120 克	11.5 元	改善牙龈问题，减少牙龈出血，清新口气，有效防止蛀牙。
狮王（ZACT）脱渍牙膏	150 克	14.9 元	专业去除烟渍，口气清新自然。
云南白药牙膏（薄荷清爽型）	150 克	27.7 元	口腔全能保健：牙龈出血，口腔溃疡，牙龈萎缩，牙周炎，口腔异味。
云南白药牙膏（留兰香型）	120 克	20.5 元	同上
安利丽齿健多效含氟牙膏（薄荷味）	200 克	34 元	每天使用有助于去除齿垢；含细致洁亮成分 Syldent 预防蛀牙，美白牙齿，不伤牙釉质；含氟化钠，可帮助强健牙齿、防止蛀牙；令口气清新。

资料来源：2008 年《品牌延伸成功的研究——以“云南白药”为例》赵临风

洗护产品：打造第二增长曲线，养元青领跑头皮护理赛道。在防脱洗护领域，养元青以差异化技术壁垒构筑产品护城河。养元青依托云南白药百年中药研究积淀，精选侧柏叶、三七根等多种高原药用植物提取物，通过专利技术提取高浓度植物黄酮，精准抑制导致脂溢性脱发的关键因子双氢睾酮活性，并以控油防脱洗发水+育发液”组合产品填补市场空白。2024 及 2025 年，养元青蝉联天猫国货防脱洗发水品牌第一名（数据来源：商指针）。养元青依托云南白药在天然植物萃取和头皮健康领域的技术积累，未来有望复制牙膏品类的成功路径，成为健康品事业群的又一增长极。

新兴产品展现增长潜力，健康品事业群收入稳步增长。多年来，健康品事业群展现出强劲的增长韧性，收入规模从 2012 年的 17.61 亿元持续攀升，至 2025 年已稳步增长至 67.45 亿元。口腔护理领域，2025 年云南白药牙膏稳居国内全渠道市场份额第一；防脱洗护领域，在育发类特妆证和防脱育发国家发明专利证书双证加持下，养元青洗护产品实现销售收入 4.6 亿元，同比增长近 10%。经营层面，健康品事业群核心品类护城河稳固，全渠道运营能力突出，线下渠道为收入基本盘，线上重点布局抖音、快手、小红书等内容电商平台，同时强化 O2O 模式布局，新推出的抗敏、美白系列 SKU 用户反馈良好，有望为后续增长提供支撑。

图 17：2012-2025 年健康品事业群收入及增速



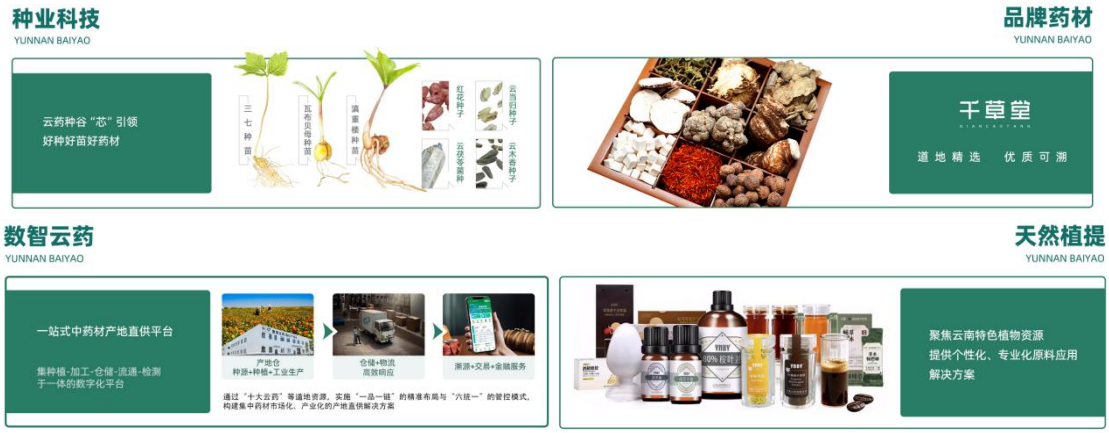
资料来源：云南白药公告，Wind，财信证券

2.3 中药资源与云南省医药公司：立足本土，协同发展

中药事业群：立足云南道地药材，打造全产业链优势。云南白药中药资源业务以云南省丰富的天然药物资源为依托，充分利用云南作为"药物王国"的独特地理优势，构建了覆盖中药材种植、采购、加工、研发及销售的全产业链体系。公司在武定、文山等地建立了原料提取基地及大理次中心等现代化制造基地，形成了规范化、规模化的种植和加工平台。通过延伸整合，保障生产可持续性及成本优势，同时推进农产品品牌化，实现企业、种植户等各方的同生共长。至 2025 年，中药资源事业部销售收入已达 17.50 亿元，

成为公司重要的增长极。此外，中药资源事业群在成本管控上通过“大采购”集成化管理平台，显著节约采购及生产成本。

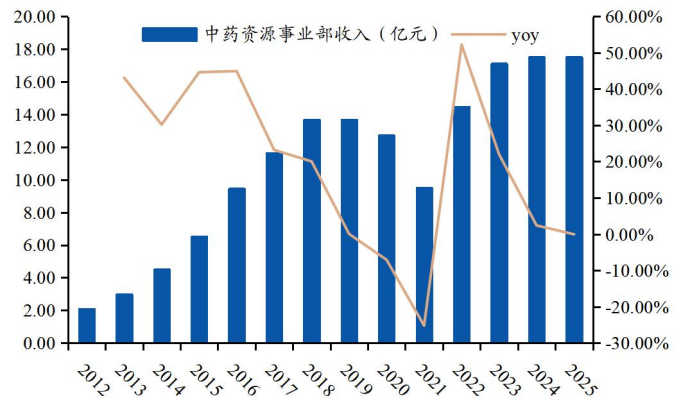
图 18：云南白药中药事业群业务概览



资料来源：云南白药官网

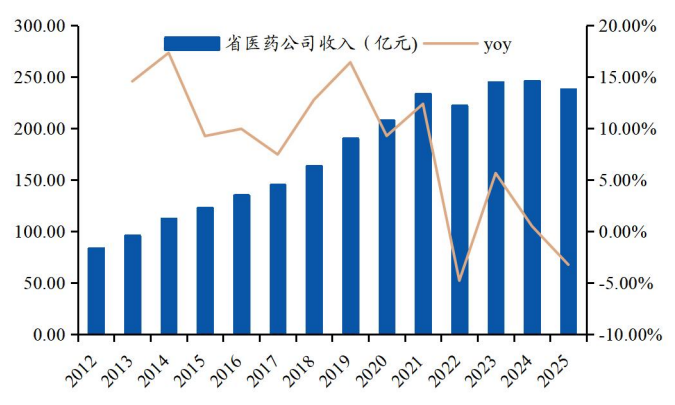
云南省医药公司：深耕本土医药流通，构建区域网络优势。前身为创建于 1951 年的云南省医药公司，2002 年，云南省医药公司进行了改革整合，成立全新的云南省医药有限公司，实现了从分散经营到集约经营、从传统国企到现代企业的变革。多年来，公司营业快速增长，2024 年达到 246.07 亿元，在全国医药流通百强企业中排名第 11 位，2025 年实现收入 238.04 亿元。产品层面，医疗器械、药妆、特医食品等非药业务拓展初见成效，销售同比增长 11.7%；院边店模式下积极承接院内处方外流的新特药专业药房业务增长显著，销售同比增长 38.5%。公司深耕云南医药流通市场多年，建立了完善的药品分销网络和物流配送体系，覆盖全省各级医疗机构、零售终端及基层市场。作为云南省医药流通领域的龙头企业，省医药公司凭借对本土市场的深刻理解和长期积累的客户资源，在区域医药分销、医院配送、零售连锁等业务领域占据领先地位。公司不仅承担着云南白药集团内部产品的分销职能，还代理销售国内外众多知名药企的药品，形成了多元化的产品结构和稳定的业务收入来源。

图 19：2012-2025 年中药资源事业群收入及增速



资料来源：云南白药公告，Wind，财信证券

图 20：2012-2025 年省医药公司收入及增速



资料来源：云南白药公告，Wind，财信证券

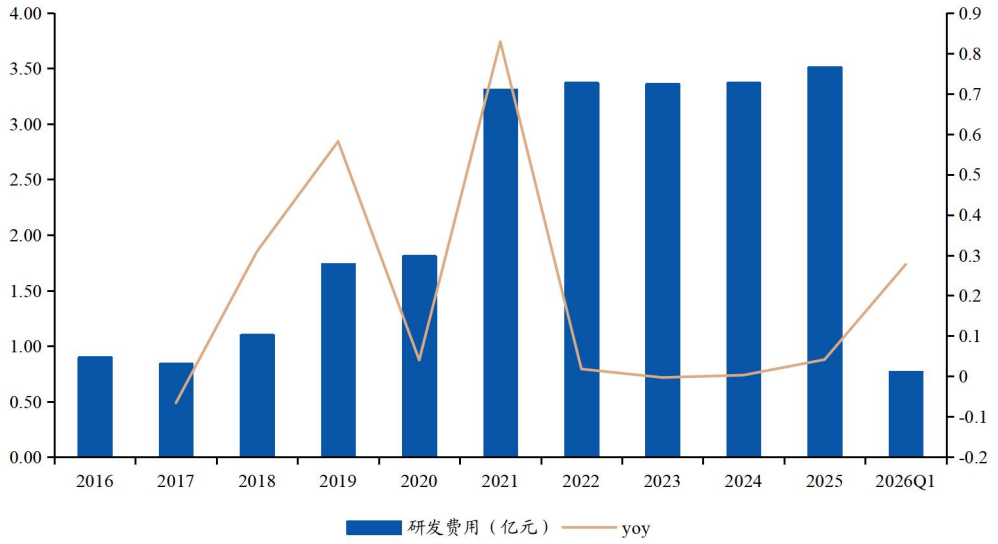
业务协同：全产业链贯通，实现资源共享与价值共创。中药资源板块与省医药公司在业务上形成了显著的协同效应。一方面，中药资源板块为省医药公司提供了具有差异化竞争力的特色中药产品，丰富了其产品线，增强了终端市场的服务能力；另一方面，省医药公司成熟的流通网络和渠道资源为中药资源板块的产品快速触达市场提供了高效通路，缩短了产品从生产到消费的周期。二者协同还体现在供应链整合层面——通过统一采购平台、共享仓储物流资源，实现了成本优化和运营效率提升。同时，省医药公司在终端市场积累的大量用药数据和客户反馈，为中药资源板块的产品研发和市场策略调整提供了宝贵的信息支持，形成了"种植—加工—流通—反馈"的闭环协同机制，真正实现了立足本土、资源共享、价值共创的发展格局。

2.4 在研业务布局清晰

研发体系：“大研发”格局成型，多赛道协同并进。在研发组织体系上，云南白药依托中央研究院，已设立昆明、北京、上海、天津、无锡、美国六大研发中心，形成了中药、核药、AI 制药、医疗器械等多赛道协同并进的创新格局。各中心分工明确、各有侧重：昆明中心立足中药、民族药及天然药物研发；北京中心聚焦产学研深度融合，为全产业链提供智囊和人才支撑；上海中心重点建设环肽库与多物种纳米抗体库两大核心技术平台；天津中心专注核药研发；无锡中心以经皮给药制剂为核心技术基石；美国中心则为全球创新项目及产品引入评估平台。此外，云南白药携手北京大学共建“北大-白药国际医学研究中心”，搭建跨学科协同创新平台，重点支持肿瘤学、生殖医学、创伤骨科等六大领域的科学研究。中央研究院昆明中心还是一个开放的社会性科研平台，可为创新型及中小型生物医药企业提供药物安全性评价、天然药物资源研究等科研和技术服务。这一“大研发”体系布局已基本成型，为公司的持续创新提供了坚实的组织保障。

顶层设计清晰，“两步走”锚定长期方向。2024 年 12 月，云南白药发布《2024—2028 战略规划》，明确提出“继往开来，守正创新，超越自我再出发”的战略主题，通过“2+3”两步走（2024—2025 年、2026—2028 年）实现营收、利润、资产规模等指标增长，推动百年白药成为国内领先、世界一流的现代医药产业集团。公司使命定位于“守护生命与健康”，愿景为“成为领先的医药健康综合解决方案提供商”。在研发层面，公司明确“坚持打好中药、创新药两张牌”，一方面守正创新发展中药，做实种质资源研发，构建“育繁推一体化”种源研发体系；另一方面积极布局创新药，聚焦高潜力、高价值的治疗领域。公司近年来研发投入持续加码。2025 年研发投入达 4.23 亿元，同比增长 21.51%，研发人员增长至 704 人。

图 21：2016-2026Q1 云南白药研发费用金额及增速



资料来源：Wind，财信证券

短期项目全力布局上市品种二次创新开发、快速药械开发。目前在研项目涉及二次开发的中药大品种 18 个，开展项目 37 个。

图 22：云南白药短期项目部分研发进展

项目周期	项目名称	治疗领域	进展概述
短期	白药系列产品二次开发项目	骨伤科	云南白药气雾剂治疗闭合性肋骨骨折疼痛的循证医学研究项目完成预试验并获得统计分析报告，召开正式试验方案专家研讨会，完成 CRO 招采和分中心名单确认。
		骨伤科	云南白药胶囊治疗踝关节周围骨折肢体肿胀临床多中心试验研究已入组 36 例。
		骨伤科、风湿免疫科	云南白药膏项目新型橡胶贴膏项目完成成品质量分析方法验证、工艺预验证及皮肤刺激性和过敏性安全性评价研究；治疗类风湿性关节炎引起的关节痛的循证医学研究项目完成 CRO 招采、试验用药品制备及编盲，获得组长医院及分中心伦理批件 10 余份。
	气血康项目	心血管科	气血康口服液改善心脏和血管健康的临床研究项目论文《Effectiveness and safety of Qixuekang Oral Liquid on vascular health》在《转化内科学杂志》发表。
			中药大品种气血康口服液二次开发研究项目成功获批云南省科技厅重大科技专项计划。
	宫血宁二次开发项目	妇科	人工流产术后出血项目已发表核心期刊论文，治疗异常子宫出血项目已获临床试验总结报告，减少药物流产后阴道流血项目已获临床试验总结报告，人工流产术后出血药物经济学研究已完成总结报告，网络药理学试验已完成总结报告。
	舒列安胶囊上市后再评价	泌尿科	已获临床试验总结报告。

资料来源：云南白药公告

中期项目全力推进创新中药开发，持续打造云南白药透皮制剂明星产品。在中药现代化方面，全三七片、附杞固本膏已分别进入Ⅱ期、Ⅲ期临床研究阶段。

图 23：云南白药中期项目部分研发进展

项目周期	项目名称	治疗领域	进展概述
中期	全三七片项目	心血管科	完成Ⅱ期临床试验 704 例病例的数据收集，形成总结报告。同步完成药学相关研究，固化生产工艺。
	附杞固本膏项目	泌尿科	完成Ⅲ期临床试验 17 家研究中心启动，入组 486 例受试者。
	古代经典名方项目	泌尿科、呼吸科、消化科	清心莲子饮颗粒完成生产验证，已提交 pre-NDA 沟通交流资料并获得反馈意见，正在开展 NDA 资料撰写；麦门冬汤颗粒正开展商业规模生产工艺研究。
	贴膏剂项目	骨伤科	氟比洛芬凝胶贴膏项目完成工艺验证，同步开展 PK-BE 试验。
			洛索洛芬钠凝胶贴膏项目获得临床试验批件，同步开展工艺验证中。
			云南白药凝胶贴膏项目完成中试样品制备、完成体外释放行为探索研究及稳定性预研评价。
			云南白药热熔胶贴剂项目完成小试研究。

资料来源：云南白药公告

长期项目差异化布局创新药及核药，为公司提升持续发展的动力。公司以核药为战略中心，前瞻性布局多个创新药项目。INR101 诊断核药项目完成III期临床 29 家（共 32 家）研究中心启动，完成 239 例受试者入组；INR102 治疗核药项目完成 I/IIa 期临床试验低剂量组 3 例受试者入组给药，中剂量组 1 例受试者入组给药，2 例受试者完成 INR101 筛选。治疗肿瘤恶病质的单抗项目 INB301 注射液 IND 已获得国家药品监督管理局受理，被纳入创新药审评审批 30 日快速通道。

图 24：云南白药长期项目部分研发进展

项目周期	项目名称	进展概述
长期	INR101 诊断核药项目	完成III期临床 29 家（共 32 家）研究中心启动，完成 239 例受试者入组。
	INR102 治疗核药项目	完成 I/IIa 期临床试验低剂量组 3 例受试者入组给药，中剂量组 1 例受试者入组给药，2 例受试者完成 INR101 筛选。
	INB301 治疗肿瘤恶病质单抗项目	完成临床前药学、毒理、药代等研究，目前新药临床试验申请（IND）正式获得国家药品监督管理局药品审评中心（CDE）受理，并被纳入创新药审评审批快速通道。

资料来源：云南白药公告

AI 辅助药物研发实现机制新发现，助力产业转型。在创新技术应用领域，云南白药集团与北京大学合作开发的“云白智药-X”AI 平台取得重要突破——揭示三七抗衰老的新机制，为抗衰老产品研发提供了新靶点与科学依据。生产领域，公司建成全球中医药健康品领域首座“灯塔工厂”，1500 余个传感器联动 AI 技术，产线切换从 20 分钟缩至 1 分钟，审核效率提升 50%；在中药材种植端，AI 无人机巡检、智能水肥系统普及，精准调控生长，推动道地药材标准化种植。

3 投资建议

核心假设：

商业销售收入：云南省医药公司作为省内医药流通龙头，已实现全省全覆盖，市场份额相对稳固，但医药流通行业整体增速趋缓，且受集中带量采购等政策持续影响，药品价格及流通利润空间承压，预计未来三年将以与行业同步的低个位数增速平稳运行。我们预计商业销售收入 2026/2027 /2028 年分别为 253.3/255.9/258.4 亿元，同比增速为 1.0%/1.0%/1.0%。

工业销售收入：药品事业群在外用中成药领域的“双霸主”地位稳固，云南白药气雾剂、膏剂等核心大单品持续放量；健康产品事业群以牙膏为代表的个人护理产品保持市场份额领先，品牌溢价能力持续强化；中药资源事业群在中药材全产业链布局下稳步贡献增量。我们预计工业销售收入 2026/2027 /2028 年分别为 173.0/186.8/201.8 亿元，同比增速为 8%/ 8%/ 8%。

表 5：主营业务收入预测（亿元）

		2024	2025	2026E	2027E	2028E
商业销售	收入	254.7	250.8	253.3	255.9	258.4
	yoy	0.7%	-1.5%	1.0%	1.0%	1.0%
	毛利率	6.1%	6.7%	6.6%	6.5%	6.5%
工业销售	收入	144.7	160.2	173.0	186.8	201.8
	yoy	5.3%	10.7%	8.0%	8.0%	8.0%
	毛利率	67.9%	65.2%	65.0%	65.0%	65.0%

资料来源：Wind，财信证券

投资建议：云南白药作为中药行业龙头，核心业务基本盘稳固，工业板块增长动能强劲，同时具备持续高比例分红能力。在新战略指引下，公司通过内涵式增长与外延式扩张并举，持续夯实药品、健康品等核心业务的同时加快培育第二增长曲线，我们预测 2026/2027 /2028 年公司营收分别为 427.22/443.62/461.16 亿元，归母净利润分别为 55.70/60.30/64.68 亿元，对应 EPS 分别为 3.12/3.38/3.62 元，当前股价对应 PE 分别为 16.34/15.09/14.07 倍，首次覆盖，予以“增持”评级。

4 风险提示

院外中药行业竞争加剧；消费复苏节奏不及预期；原材料价格涨幅超预期；海外业务拓展不及预期风险；盈利不及预期风险；政策超预期变动风险等。

报表预测(单位:亿元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
利润表					
营业收入	400.33	411.87	427.22	443.62	461.16
减: 营业成本	288.65	290.33	297.69	305.17	312.82
营业税金及附加	2.43	2.34	2.44	2.53	2.63
营业费用	48.80	56.19	57.25	59.89	62.26
管理费用	10.38	10.20	10.25	11.09	11.99
研发费用	3.37	3.51	3.63	3.99	4.61
财务费用	-1.56	-0.47	-1.00	-0.97	-0.90
减值损失	-1.31	-2.00	-0.60	-0.50	-0.65
加: 投资收益	7.77	10.43	8.54	8.87	8.30
公允价值变动损益	1.37	1.10	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	1.03	1.09	1.14	1.16	1.22
营业利润	**57.12**	**60.39**	**66.04**	**71.45**	**76.62**
加: 其他非经营损益	-0.27	0.04	-0.12	-0.11	-0.06
利润总额	**56.85**	**60.43**	**65.92**	**71.33**	**76.56**
减: 所得税	9.18	8.53	9.89	10.70	11.48
净利润	**47.67**	**51.90**	**56.04**	**60.63**	**65.08**
减: 少数股东损益	0.18	0.36	0.33	0.34	0.40
归属母公司股东净利润	**47.49**	**51.53**	**55.70**	**60.30**	**64.68**
资产负债表					
货币资金	108.88	91.08	87.98	82.48	77.51
交易性金融资产	25.47	41.92	50.42	60.42	70.42
应收和预付款项	130.44	128.62	133.36	138.42	143.83
其他应收款（合计）	1.08	4.07	2.69	3.58	3.31
存货	62.94	62.31	63.29	64.40	65.39
其他流动资产	12.68	12.35	11.35	10.85	9.85
长期股权投资	125.61	132.28	132.28	132.28	132.28
金融资产投资	4.59	2.83	2.11	2.11	2.11
投资性房地产	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50
固定资产和在建工程	37.16	40.82	41.03	41.70	42.10
无形资产和开发支出	5.87	7.97	8.25	8.54	8.77
其他非流动资产	13.89	17.94	17.96	18.23	18.45
资产总计	**529.14**	**542.69**	**551.21**	**563.50**	**574.52**
短期借款	4.23	1.83	1.83	1.83	1.83
交易性金融负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	117.26	120.98	123.06	127.84	131.05
长期借款	0.02	0.87	0.87	0.87	0.87
其他负债	18.97	17.54	18.25	19.45	20.45
负债合计	**140.48**	**141.21**	**144.01**	**149.99**	**154.19**
股本	17.84	17.84	17.84	17.84	17.84
资本公积	176.37	176.32	176.32	176.32	176.32
留存收益	195.12	207.33	212.79	218.77	225.18
归属母公司股东权益	**388.32**	**400.44**	**405.84**	**411.81**	**418.22**
少数股东权益	0.34	1.03	1.37	1.70	2.10
股东权益合计	388.66	401.48	407.20	413.51	420.33
负债和股东权益合计	**529.14**	**542.69**	**551.21**	**563.50**	**574.52**
现金流量表					
经营性现金净流量	42.97	46.00	51.92	56.32	61.47
投资性现金净流量	-11.99	-19.85	-4.30	-7.41	-8.09
筹资性现金净流量	-69.78	-43.49	-50.67	-54.41	-58.35
现金流量净额	-38.76	-17.43	-3.10	-5.49	-4.97

财务和估值数据摘要	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
主要指标					
营业收入	400.33	411.87	427.22	443.62	461.16
增长率(%)	2.4%	2.9%	3.7%	3.8%	4.0%
归属母公司股东净利润	47.49	51.53	55.70	60.30	64.68
增长率(%)	16.0%	8.5%	8.1%	8.2%	7.3%
每股收益(EPS)	2.66	2.89	3.12	3.38	3.62
每股股利(DPS)	2.40	2.60	2.81	3.04	3.27
每股经营现金流	2.41	2.58	2.91	3.16	3.45
销售毛利率	27.9%	29.5%	30.3%	31.2%	32.2%
销售净利率	11.9%	12.5%	13.0%	13.6%	14.0%
净资产收益率(ROE)	12.2%	12.9%	13.7%	14.6%	15.5%
投入资本回报率(ROIC)	9.9%	10.2%	13.4%	14.3%	15.1%
市盈率(P/E)	19.16	17.66	16.34	15.09	14.07
市净率(P/B)	2.34	2.27	2.24	2.21	2.18
股息率(分红/股价)	4.7%	5.1%	5.5%	6.0%	6.4%
主要财务指标					
收益率					
毛利率	27.9%	29.5%	30.3%	31.2%	32.2%
四费/销售收入	15.2%	16.9%	16.4%	16.7%	16.9%
EBIT/销售收入	11.7%	11.7%	15.2%	15.9%	16.4%
EBITDA/销售收入	12.6%	12.7%	16.3%	17.0%	17.6%
销售净利率	11.9%	12.5%	13.0%	13.6%	14.0%
资产获利率					
ROE	12.2%	12.9%	13.7%	14.6%	15.5%
ROA	8.9%	9.7%	10.2%	10.9%	11.4%
ROIC	9.9%	10.2%	13.4%	14.3%	15.1%
资本结构					
资产负债率	26.5%	26.0%	26.1%	26.6%	26.8%
投资资本/总资产	74.8%	74.9%	74.8%	74.3%	74.0%
带息债务/总负债	5.0%	3.5%	3.4%	3.3%	3.2%
流动比率	2.66	2.64	2.64	2.61	2.60
速动比率	2.04	2.03	2.04	2.03	2.04
股利支付率	90.1%	90.1%	90.1%	90.1%	90.1%
收益留存率	9.9%	9.9%	9.9%	9.9%	9.9%
资产管理效率					
总资产周转率	0.75	0.77	0.78	0.80	0.81
固定资产周转率	14.11	13.10	12.87	13.00	13.11
应收账款周转率	4.03	4.10	4.13	4.13	4.13
存货周转率	4.53	4.64	4.74	4.78	4.82
估值指标					
EBIT	46.84	48.37	64.92	70.37	75.66
EBITDA	50.34	52.51	69.63	75.37	81.20
NOPLAT	39.28	41.54	55.18	59.81	64.31
归母净利润	47.49	51.53	55.70	60.30	64.68
EPS	2.66	2.89	3.12	3.38	3.62
BPS	21.76	22.44	22.75	23.08	23.44
PE	19.16	17.66	16.34	15.09	14.07
PEG	1.20	2.08	2.02	1.83	1.94
PB	2.34	2.27	2.24	2.21	2.18
PS	2.27	2.21	2.13	2.05	1.97
PCF	21.18	19.78	17.53	16.16	14.80

资料来源：Wind，财信证券

投资评级系统说明

以报告发布日后的 6－12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

类别	投资评级	评级说明
股票投资评级	买入	投资收益率超越沪深 300 指数 15%以上
	增持	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%－15%
	持有	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为-10%－5%
	卖出	投资收益率落后沪深 300 指数 10%以上
行业投资评级	领先大市	行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5%以上
	同步大市	行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为-5%－5%
	落后大市	行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5%以上

免责声明

本报告由财信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作，本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律法规许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告所引用信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的信息、资料、建议及预测仅反映本公司于本报告公开发布当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及预测不一致的报告。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，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。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。本公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能涉及为该等公司提供或争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务、金融产品等相关服务，投资者应充分考虑可能存在的利益冲突。本公司的资产管理部门、自营业务部门及其他投资业务部门可能独立作出与本报告中意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何形式、任何目的对本报告进行翻版、刊发、转载、复制、发表、篡改、引用或传播，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用，请投资者谨慎使用未经授权刊载、转发或传播的本公司研究报告。经过书面授权的引用、刊载、转发，需注明出处为“财信证券股份有限公司”及发布日期等法律法规规定的相关内容，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告由财信证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司不因此承担任何责任并保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

财信证券研究发展中心

网址：stock.hnchasing.com　　邮编：410005
电话：0731-84403360　　传真：0731-84403438
地址：湖南省长沙市岳麓区茶子山东路 112 号湘江财富金融中心 B 座 25 层