

# “戒股”归主业 云南白药押注创新药

“戒股”之后，云南白药业业绩重回正轨。4月1日，云南白药发布了2025年年度报告，这是一份看起来颇为亮眼的成绩单。2025年，公司营业收入、扣非净利润双双创下历史新高，归属净利润为51.53亿元，与55.16亿元的历史最好业绩仅“一步之遥”。从发展规划来看，云南白药在发展中药主业的同时，还在大力布局创新药。但细读财报，云南白药仍存在销售费用大幅增加且销售费用远高于研发投入的情况。此外，二级市场上，云南白药这只近千亿市值的白马股，近年来股价已明显跑输大盘。

## 营收创历史新高

云南白药2025年年报显示，2025年，公司实现营业收入411.87亿元，同比增长2.88%；归属净利润51.53亿元，同比增长8.51%；扣非净利润48.65亿元，同比增长7.55%。其中，营业收入、扣非净利润均创下历史新高。

拆解云南白药年报，2025年，云南白药工业销售收入160.16亿元，同比增长10.7%，占营收比重提升至38.89%。商业销售收入250.83亿元，同比下降1.53%，占比仍超六成。工业板块的毛利率远高于商业板块，分别为65.19%、6.69%。因此，工业收入占比的提升，是云南白药利润增长的关键驱动力。

按具体业务划分，云南白药以药品、健康品、中药资源、云南省医药公司四大事业群为生产经营核心。2025年，云南白药药品事业群实现营业收入83.18亿元，同比增长12.53%。单品销售过亿产品10个，其中过10亿产品2个。云南白药气雾剂销售收入突破25亿元，增长超过22%；云南白药膏销售收入突破12亿元，增长超过26%。此外，健康品事业群实现营业收入67.45亿元；中药资源事业群实现外销收入17.5亿元；省医药公司实现营业收入238.04亿元。

在4月1日的业绩说明会上，云南白药管理层表示，药品和健康品板块要持续复制和

推广气血康“大单品”的模式，构建“大单品体系”，进行大单品增长专项管理。药品大单品包括云南白药核心系列产品、参苓健脾胃颗粒、蒲地蓝消炎片、血塞通胶囊、痛舒胶囊、小儿宝泰康颗粒、风寒感冒颗粒等14个单品；健康品包括抗敏、美白牙膏及洗护等12款产品。此外，滋补、器械、美妆等板块将筛选出有市场潜力的产品，做成细分领域的“大单品”。

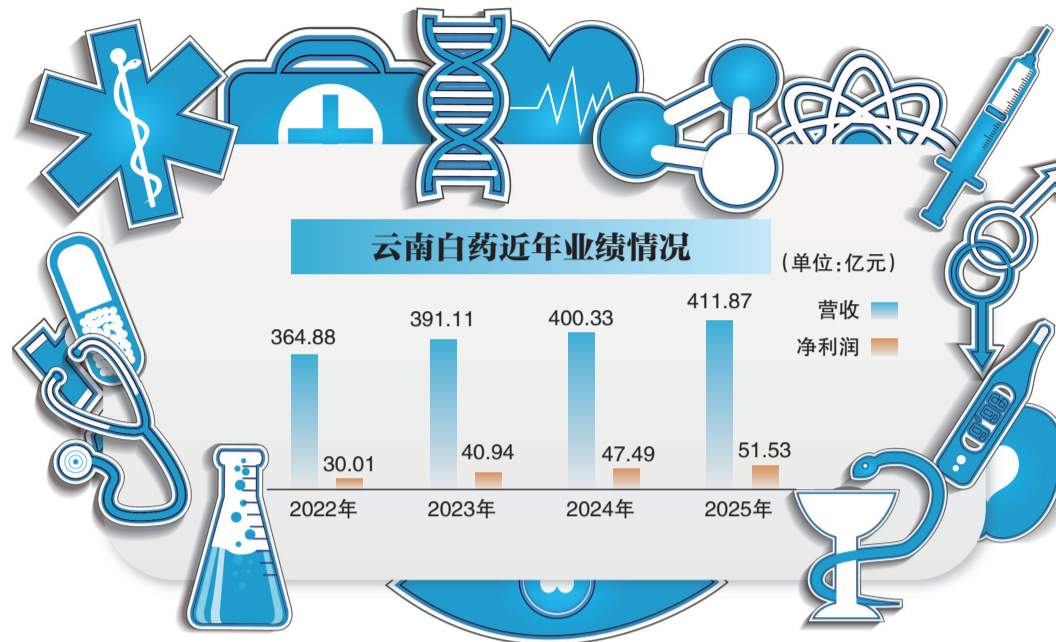
云南白药在分红上毫不手软。本次年度现金分红拟以2025年末公司总股本为基数，向全体股东每10股派发现金红利15.83元(含税)，本次现金分红总金额28.24亿元(含税)。公司本次拟实施的现金分红与2025年已实施的特别分红合并计算，2025年度累计现金红利总额占2025年度公司归属净利润的90.09%。

值得一提的是，在业绩说明会上，云南白药管理层提到，接下来将全面提升自身投资并购能力建设，并切实做好投资并购工作，确保投资标的与现有业务能实现功能互补、相互赋能和战略协同。

## 押注创新药

在创新药蓬勃发展的当下，云南白药这家老牌中药企业也在大力发展创新药。

4月1日晚间，云南白药发布公告称，公司于近日收到国家药品监督管理局下发的《药物临床试验批准通知书》，经审查，INB301注射液临床试验申请符合药品注册的有关要



求，同意本品开展肿瘤恶病质的临床试验。

公告显示，该药品为公司研发的治疗用生物制品1类创新药，拟用于治疗肿瘤恶病质。2月24日，INB301注射液新药临床试验申请获得国家药品监督管理局受理，并被纳入创新药审评审批30日快速通道。

在云南白药年报中，“坚持打好中药、创新药两张牌”被多次提及。短期项目全力布局上市品种二次创新开发、快速药械开发。目前公司在研项目涉及二次开发的中药大品种18个，开展项目37个。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。长期项目中，布局多个创新药物，包含INR101诊断核药项目、INR102治疗核药项目以及前述INB301治疗肿瘤恶病质单抗项目。

云南白药在年报中披露，INR101诊断核药项目已完成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。

在北京中医药大学卫生健康法治研究与创新转化中心主任邓勇看来，布局创新药是云南白药突破传统业务瓶颈的必然选择。布局核药、肿瘤单抗等创新管线，有助于打造第二增长曲线，提升长期竞争力。但创新药研发周期长、投入大、风险高，目前相关项目均处于临床试验阶段，短期内难以贡献收入与利润。若后续临床推进顺利，创新药有望重塑公司成长逻辑与估值体系；若研发不及预期，则可能造成资源浪费。

针对公司相关问题，北京商报记者向云南白药方面发去采访函，但截至发稿未收到公司回复。

## 销售费用远高于研发费用

如果说创新药代表的是未来，那么当下的云南白药仍然高度依赖营销驱动。

财务数据显示，2025年，云南白药销售费用为56.19亿元，同比增长15.16%。云南白药表示，主要是线上销售费用增加，线上营收占比提升。

具体来看，职工薪酬、陈列费、广告宣传费、营销服务费、会务费等出现增长，业务宣传费、促销费等则出现下降。

即便云南白药管理层多次强调公司重视研发，但与销售费用相比，公司研发费用的投入并不算高。2025年，云南白药研发费用为3.51亿元，同比增长3.89%。由于存在资本化研发投入，比起研发费用，云南白药研发投入的增长更为明显。年报显示，公司2025年研发投入4.23亿元，同比增长21.51%，虽然增速已超过销售费用，但仍不足销售费用的十分之一。

“这反映出公司仍依赖市场推广驱动增长，对长期技术投入相对保守。在转型创新药的关键期，应逐步提高研发占比，避免过度依赖销售，以实现可持续发展”，科方得咨询机构负责人张新原如是称。

此外，从二级市场来看，云南白药近年来股价表现整体较为疲软。东方财富显示，截至4月1日收盘，2025年以来，云南白药后复权形式下股价微跌2.88%，同期大盘累计上涨31.61%，明显跑输大盘。

截至4月1日收盘，云南白药报55.57元/股，总市值为991.5亿元。

在邓勇看来，云南白药股价大幅跑输大盘，核心源于成长预期不足与估值逻辑弱化。2025年，公司营收增速仅2.88%，传统业务增长乏力，创新药尚未形成明确预期，市场难以给予成长溢价。此外，2025年市场资金偏好AI、创新药等高成长赛道，传统中药消费龙头被边缘化，最终导致股价表现显著弱于大盘。

邓勇进一步提到，对于云南白药来说，想要重回业绩巅峰，需多维度发力。一是做强中药与健康品主业，优化产品结构，提升高毛利产品占比，稳住基本盘。二是加快创新药临床进度，丰富管线布局，尽快实现研发成果转化。三是优化费用结构，降低低效销售投入，提升研发支出规模与效率。

北京商报记者 丁宁

# 合作输血难掩竞争压力 靖因药业二闯港股

手握超8亿美元合作大单，靖因药业再次叩响了港交所的大门。在首轮招股书失效后，靖因药业于3月31日再次递交港交所，寻求港股上市。作为专注于siRNA疗法的创新药企，靖因药业至今尚未实现产品商业化，2024年及2025年累计亏损近6亿元。但一笔关键合作让靖因药业账面情况有所改观。

然而，合作输血并非长久之计，其核心产品SRSD107的竞争压力不可忽视，从siRNA药物在依从性上的临床优势到商业价值，靖因药业能否借资本市场完成最后一跃，仍是未知数。

## 一笔合作撑起账面收益

靖因药业和不少在港股谋求上市的创新药企一样，尚未有产品实现商业化，高额的研发开支使其长期处于亏损状态。财务数据显示，2024年及2025年，靖因药业研发开支均为2.13亿元，同期净亏损分别为3.42亿元以及2.55亿元，两年累计亏损近6亿元。

然而，亏损背后，一笔战略合作大幅改善了靖因药业的账面收益，也为其提供了一定的现金流缓冲。

2025年5月，靖因药业与CRISPR Therapeutics达成战略合作，推进SRSD107的开发与商业化。根据靖因药业招股书，CRISPR已支付9500万美元不可退还的首付款，含2500万美元现金及发行时市值约为7000万美元的CRISPR普通股。此外，CRISPR还拥有提名另外两个合作目标的独家权利。前期和未来的里程碑付款总额超过8亿美元。

随着CRISPR股价上行，靖因药业所持该公司股份的公允价值大幅增值。根据靖因药业招股书，2025年，以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产的公允价值收益为2.1亿元，主要由于与CRISPR合作中获得的前期付款部分所收取的CRISPR股份

的公允价值变动，这几乎填平了当年的研发开支，也直接拉动靖因药业2025年其他收入及收益飙升至2.32亿元，而2024年这一数字仅为978.8万元。

根据靖因药业与CRISPR的协议，双方按50:50的比例共同承担成本和分享全球范围内的利润，以推进SRSD107的开发与商业化，其中包括基于双方共同研究计划所提供的研发资金支持。靖因药业在招股书中表示，其业务发展战略是保留对核心产品及其他主要产品的全部或大量经济权益，而与CRISPR Therapeutics AG的联盟便是这一战略的例证。

对于该种合作模式，北京中医药大学卫生法法学教授、博士生导师邓勇指出，短期内，首付款可有效改善靖因药业账面资金状况，缓解持续亏损带来的现金流压力。此外，CRISPR在技术研发、全球临床推进及海外商业化方面具备成熟经验，也可助力靖因药业加快核心产品研发进度，快速切入国际市场。但从长期来看，对半分成的模式直接压缩了产品上市后的收益空间，若核心产品成为重磅药物，靖因药业将损失半数潜在利润。此外，共同决策机制可能降低研发与商业化推进效率，未来项目合作也可能分散公司资源与精力。

就相关问题，北京商报记者向靖因药业发送采访函，截至发稿未获得回复。

## 明星管线背后仍存隐忧

从产品管线上来看，靖因药业专注siRNA疗法，招股书中披露了一款核心产品和两款关键产品，分别切入当下热门的凝血功能障碍类疾病、心脏代谢疾病与肥胖症赛道。

其中，核心产品SRSD107是一款新型靶向凝血因子XI的siRNA药物，目前正处于欧洲

和中国开展II期多区域临床试验；关键产品SRSD216是一款具有差异化的靶向Lp(a)的siRNA，当前同步在中国与美国进行多区域IIa期试验；另一款关键产品SRSD384，是一款针对肥胖症的INHB靶向候选药物，目前正在推进IND申报。

核心产品SRSD107是靖因药业进展较快的产品，虽与CRISPR达成合作，但竞争压力同样不容小觑。在FXI抑制剂药物的全球竞争格局下，诺华、拜耳的FXI抑制剂均已启动全球III期临床，恒瑞的SHR-2004也开启了中国III期临床，进度均领先于SRSD107。同时，SRSD107还需面对阿哌沙班等现有标准疗法的竞争，而阿哌沙班早已凭借超百亿的年销售额建立了深厚的临床使用习惯和市场壁垒。

不过，SRSD107仍有其优势所在。I期临床证实，SRSD107单次皮下给药能使FXI水平下降高达95%，作用持续时间超过六个月，在患者依从性上具有很大的优势。根据招股书，目前，全球只有五个FXI抑制剂靶向的siRNA药物在研管线，靖因药业的SRSD107进度第二，仅次于瑞博生物，但如何将临床上的数据优势转化为商业化筹码，仍是其赴港上市后的核心考验。

邓勇指出，SRSD107虽然在患者依从性上表现突出，同时FXI靶点具备低出血风险的安全特性，但面对跨国药企先发优势与成熟药物的市场壁垒，靖因药业仍需以临床数据筑牢竞争力，验证产品在依从性、安全性上的优势，积累真实世界证据，确立同类最优定位。商业化层面，依托合作方拓展海外市场，自主深耕大中华区，聚焦血栓预防等核心适应症快速放量。同时推出创新支付方案，降低用药门槛。此外，持续优化siRNA技术平台，丰富管线布局，构建心血管慢病产品矩阵，借助专科医疗生态建立渠道壁垒，以此实现突围。

北京商报记者 王寅浩 宋雨盈

## 侃股 Stock talking

### 反弹阶段持股比换股好

周科竟

A股开始反弹，此时只要持股标的的基本面没有发生大变化，持股不动远比换股操作好得多。如果低位换股追涨，可能让亏损进一步放大。

反弹阶段换股风险集中体现在三方面。其一，板块轮动节奏难把握。当前市场呈现结构性特征，资金流向分散且切换频繁，多数反弹属于情绪修复而非趋势反转。投资者难以精准预判下一个领涨板块，换股后易遭遇追高被套。部分股票反弹依赖情绪催化，缺乏业绩支撑，短期上涨后易出现价值回归，换股介入将直接面临回撤风险。

其二，交易成本侵蚀收益。投资者如果频繁换股，需要支付佣金、印花税等费用，长期累积将显著影响净值。尤其在反弹初期，市场波动较大，换股时机稍纵即逝，操作失误概率较高，成本与风险双重叠加，投资者频繁换股操作很难获得满意的结果。

其三，踏空主线行情概率上升。多数投资者持股集中于核心赛道，这类股票具备基本面支撑，反弹中估值修复动力充足。盲目换股到非主流板块，可能错过主线上涨行情，形成换股即踏空的被动局面。

因此，投资者持股不动具有很强的合理性。反弹行情中，个股走势分化，绩优股凭借稳定盈利与较强的抗风险能力，估值修复速度更快。这类股票前期下跌多受市场情绪拖累，并非自身经营问题，反弹中具备持续上涨基础。投资者若频繁换股，

将放弃已有的持仓优势，陷入追涨杀跌的恶性循环。从交易纪律看，投资者在反弹阶段需要保持耐心，避免被短期波动干扰决策。持股不动并非消极等待，而是基于基本面判断的理性选择，符合价值投资的核心逻辑。

不过，投资者需要把握好持股与换股的时机。只有当投资者持有的股票出现基本面恶化，如主营业务大幅下滑、核心竞争力丧失、出现重大违规风险等情况，才应考虑换股操作。若上市公司基本面保持稳定，仅因受市场情绪影响出现短期调整，持股等待估值修复才是更好的办法。同时，投资者还可以通过仓位管理控制风险，而非依赖换股操作。

市场反弹的核心是情绪修复与估值回归，投资者应聚焦持仓股票的基本面变化，避免被短期市场波动左右决策。持股不动是应对反弹行情的理性策略，既能规避换股风险，又能把握估值修复机会。频繁换股看似主动，实则很容易陷入交易误区，最终可能因踏错节奏导致收益不及预期。

实际上，股市并不是一个“奖励勤奋”的地方。很多成功经验都表明，投资者获得长期稳健投资收益的最佳状态是找到优质上市公司买入并长期持有，频繁换股的交易方法，只会进一步放大投资的交易风险，对于大多数投资者而言并不是好事。